



Universidade de Brasília
Faculdade de Direito

Leandro dos Santos Franco

**OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA ENTRE ADMINISTRADORES E INVESTIDORES
DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PRIVATE EQUITY À LUZ DO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

Brasília

2016

Leandro dos Santos Franco

**OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA ENTRE ADMINISTRADORES E INVESTIDORES
DO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PRIVATE EQUITY À LUZ DO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

Monografia apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Bacharel em Direito
pela Universidade de Brasília – UnB.

Orientadora: Professora Ana Oliveira Frazão

Brasília

2016

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Nome: FRANCO, Leandro dos Santos.

Título: Os problemas de agência entre administradores e investidores do fundo investimento em *Private Equity* à luz do ordenamento jurídico brasileiro.

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Universidade de Brasília – UnB.

Data da defesa: 07.12.2016

Resultado: _____

BANCA EXAMINADORA

Professora Ana Oliveira Frazão (Orientadora)

Professor Eric Hadmann Jasper

Professor Thiago Luís Sombra

Professor Leandro Gobbo

A todos aqueles que, não importando por quais razões ou em quais proporções,

Ajudaram-me a alcançar meus objetivos.

Não listados, mas bem guardados.

RESUMO

O foco desta obra recai sobre potenciais conflitos entre investidores e os administradores dos fundos. A abordagem foi dividida em objetivos específicos (i a iv) e objetivo geral (v). São eles: (i) entender a formação e o funcionamento da indústria, e conhecer os agentes que nela atuam; (ii) contextualizar a indústria de *Private Equity*, com a economia, a política e a segurança jurídica, encimando-se a centralidade do contrato e sua observância; (iii) retratar os provimentos centrais de um contrato de *Private Equity* no que concerne à relação do investidor e do gestor do fundo; (iv) entender os possíveis conflitos existente no âmbito dessas provisões; e (v) constatar como o arcabouço normativo brasileiro, por meio da IN CVM 578/2016, aborda tais provisões.

A conclusão deste trabalho é de que a instrução normativa 578 da CVM, apesar de conservadora em alguns aspectos, aposta em uma tendência de transparência e diálogo entre investidores e gestores, impondo, para isso, requisitos e procedimentos, sobretudo para os gestores e administradores dos fundos.

Palavras-chave: *private equity*; *venture capital*; fundo de investimento em participações (FIP); *limited partnership*; pouca liquidez; títulos não resgatáveis; problemas de agência entre investidores e administradores do fundo; contratos; remuneração; vida limitada do fundo; reinvestimento; transparência; regulação; desagregação; instrução normativa 578 CVM.

ABSTRACT

The focus of this work is on potential conflicts between investors and fund managers. The approach was divided into specific objectives (i to iv) and general objective (v). They are: (i) to understand the formation and functioning of the industry and the agents' role who work on it; (ii) to understand the impact of economy, politics and legal security in the Private Equity industry, with the centrality of the contract and its observance; (iii) to analyze the main provisions of the contract regarding the investor and manager relation; (iv) to understand the possible existing conflicts regarding such provisions; and (v) to see how the Brazilian regulatory framework deals with it.

The conclusion of this work is that the Instrução Normativa 578 of CVM, although conservative in some aspects, bets on a trend of transparency and dialogue between investors and managers, imposing, for this, requirements and procedures, especially for fund managers and administrators.

Keywords: private equity; venture capital; agency costs between investors and fund managers; Closed-end funds; limited partnership; contracts; Partnership agreements; Compensation; limited life of Private Equity e Venture Capital; reinvestment; transparency; regulation; Instrução Normativa CVM 578 and CVM 579.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1 HISTÓRIA DO PRIVATE EQUITY.....	15
1.1 História da indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> nos EUA.....	15
1.1.1 Enterprises Associate e American Research and Development.....	16
1.1.2 Small Business Act.....	18
1.1.3 O modelo Limited Partnership.....	20
1.1.4 Wealthy Families.....	21
1.1.5 Fundos de pensões e novas tecnologias.....	22
1.2 História da Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil.....	24
2 CONCEITOS E VISÃO GERAL SOBRE PRIVATE EQUITY	27
2.1 Investidores.....	31
2.2 Investidas.....	33
2.3 Veículo.....	37
2.4 Gestores ou administradores.....	38
2.5 Mercados emergentes e segurança jurídica.....	39
3 RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES E GESTORES.....	41
3.1 Estrutura contratual e conflitos nas relações entre investidores e gestores do fundo.....	42
3.1.1 Vida limitada, direito ao saque.....	43
3.1.2 Processo de investimento e desinvestimento.....	44
3.1.3 Compensação, distribuição, contribuição, custos operacionais.....	48
3.1.4 Transparência e reputação.....	50
3.1.5 Alternativas para o conflito.....	52
4 O ARCABOUÇO NORMATIVO BRASILEIRO FACE AOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA.....	55
4.1 Instrução CVM nº578.....	55
4.1.1 O veículo brasileiro de investimento: FIP.....	55
4.1.2 Investidor.....	59

4.1.3 Investida.....	62
4.1.4 Requisitos do Regulamento do FIP.....	65
4.1.5 Cotas.....	67
4.1.6 Arbitragem.....	68
4.1.7 Assembleia Geral.....	69
4.1.8 Administradores e gestores.....	70
 5 CONCLUSÃO.....	 76
GRÁFICOS.....	80
TABELAS.....	81
REFERÊNCIAS.....	82

INTRODUÇÃO

Em 2009, uma das maiores empresas de *Private Equity* do mundo, Advent¹, adquiriu 50% das ações da brasileira PAP (holding que detinha 55% das ações Kroton Educacional²) por R\$ 280 milhões de reais (EBITDA³ de 12%)⁴. Dessa forma, a empresa adquiriu indiretamente um equivalente a 28% do capital total da Kroton. À época, o faturamento da Kroton era de R\$ 341 milhões, tendo 44 mil alunos.

A operação surgiu do interesse da Advent em investir no mercado da educação brasileira, pois havia constatado uma demanda ascendente no país, sobretudo por causa dos financiamentos estudantis patrocinados pelo Estado. Por sua vez, a Kroton se encontrava em franco processo de expansão por meio de aquisições, tendo como objetivo a ampliação geográfica de sua atuação.

Com a compra, a Advent forneceu não somente a capitalização à Kroton, mas também o seu know-how e experiência em gestão e governança corporativa. Desde sua entrada no quadro de controladores, houve a contratação de profissionais renomados para ocupar cargos de CEO, CFO, COO e Diretor de RI (relações com investidores), bem como a criação de vários comitês especializados dentro da empresa; tornando a investida mais eficiente e confiável.

Em 2013, a Advent alienou 7,4% da Kroton por R\$ 432,5 milhões. Neste ano, o faturamento da empresa havia saltado para 1,9 bilhões (EBITDA de 36,1%) e possuía 515 mil alunos⁵.

Esta operação de compra da Advent é um exemplo de investimento em *Private Equity*, figura que é objeto do estudo neste texto.

O *Private Equity*, em linhas gerais, consiste em um investimento de risco aportado em empresas com perspectivas de alto crescimento. Se o estágio da empresa investida é inicial, conforme será examinado mais adiante, trata-se de investimento de *Venture Capital*, um tipo

¹ Informações sobre a ADVENT disponíveis em: <<https://www.adventinternational.com/about/>>. Acesso em 10/09/2016.

² Detalhes da operação: <<http://exame.abril.com.br/negocios/fundo-advent-compra-parte-kroton-r-280-milhoes-479807/>>. Acesso em 10/09/2016.

³ Para mais informações sobre o EBITDA, ver: <<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/calculodoebitda.htm>>. Acesso em 10/09/2016.

⁴ XIMENES, Ângela e SANT'ANNA, Gabriela. Cases de *Private Equity* e *Venture Capital*: construindo empresas para o futuro, 2013. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/Download/CasosDeSucesso/2448.pdf>>. Acesso em 28/08/2016.

⁵ Disponível em: <<http://www.plancorp.com.br/news/private/2295-advent-embolsa-r-16-bi-com-dufry-kroton-e-imc-.html>>. Acesso em 10/09/2016.

de *Private Equity*. Do contrário, se o capital for empregado em empresas maduras, em fase de expansão ou reestruturação financeira ou societária, é chamado puramente de *Private Equity*. A despeito desta definição, hoje os dois termos são utilizados como se fossem duas espécies do mesmo gênero, conforme será examinado com maiores detalhes.

As operações de *Private Equity* possuem características comuns a nível mundial. Por exemplo, geralmente ⁶ envolvem três atores principais: o investidor, a investida e a organização gestora⁷ do veículo de investimento. Por meio delas, o investidor aporta seus recursos em um veículo, que pode ser um FIP (Fundo de Investimento em Participações) uma *Limited Partnership*, dentre outros; todos serão estudados em breve. Após os investidores comprometerem os recursos, o gestor do veículo seleciona as investidas, define a estrutura e os termos do investimento e aplica-o na empresa-alvo. Após a valorização de suas participações, o valor aplicado é desinvestido, retornando para os fundos e para os investidores.

Ao longo do período em que os recursos subsistem na investida, o gestor do fundo deve participar da gestão das empresas-alvo, monitorar sua evolução e seu funcionamento. Vale lembrar que os recursos investidos no veículo não podem ser resgatados antes do período pré-definido entre investidor e o gestor do fundo, o que atribui ao capital investido o caráter de pouca liquidez.

No Brasil, o veículo de aporte mais adequado e mais utilizado para o investimento em *Private Equity* é o Fundo de Investimento em Participações (FIP). Esse fundo é regulado pela IN 578/16 da CVM, diferentemente dos demais, que são regulados pela IN 555/14. As principais diferenças entre o FIP e os demais fundos são justamente as características mais peculiares do *Private Equity*, quais sejam, a pouca liquidez dos recursos financeiros aplicados aos fundos, o tempo de vida limitado (em média, de 10 anos) e a necessária influência do fundo na gestão das empresas investidas.

O FIP é classificado como um fundo ativo, ou seja, ao contrário do que ocorre nos fundos passivos, os gestores do fundo assumem papel de gestão nas empresas investidas. A ingerência pode ser oriunda da aquisição de ativos da investida, de títulos conversíveis em

⁶ Os investimentos em *Private Equity*, entretanto, podem prescindir da estrutura que contenha esse veículo e esses gestores de veículos, por exemplo, no Brasil, quando uma *Holding* ou gestores governamentais (como o BNDESPar) investem em *Private Equity*. Conforme será mais bem detalhado na seção 2.3.

participações ou de debêntures simples. Os acordos de acionistas também podem ser utilizados para fins de aquisição de controle.

O FIP também é classificado como fundo fechado, ou seja, ao contrário do fundo aberto, não é possível a entrada e saída de investidores no fundo a qualquer momento. Nele, os investidores de *Private Equity*, estão impedidos de retomar o capital antes do prazo estipulado quando da integralização do capital do veículo, bem como podem sofrer limitações para que possam comercializar suas fatias do fundo no mercado secundário; o que torna o capital investido pouco líquido.

Diante dessas características, observa-se que o investimento em *Private Equity* se diferencia do tradicional investimento em *Equity* quanto à definição do lapso temporal do investimento, à liquidez do capital investido e à forma de ingerência do gestor sobre as investidas. O investimento tradicional em *Equity* não possui um prazo limitado e as ações adquiridas podem ser facilmente comercializadas no mercado secundário, a depender somente da atratividade dos ativos; enquanto o investimento em um veículo de *Private Equity* fica retido por um período médio de 10 anos, e a comercialização das cotas (caso se trate de FIP) depende de autorização expressa do regulamento do fundo.

O investidor de *Equity* não tem necessariamente a pretensão de revender suas ações a um maior valor – ao invés disso, pode se contentar com as participações nos resultados da empresa, a depender das condições de cada tipo de ação --, diferente do investidor de um fundo de *Private Equity*, que objetiva especificamente a valorização da empresa para posterior revenda de sua participação a um preço maior que o da compra.

Nesse sentido, a intenção do gestor do *Private Equity* é clara: investir em uma empresa, incrementar suas políticas de governança e estratégias econômicas, gerando destarte lucro e valorização das ações; e posterior venda de suas participações por valor significativamente superior ao da compra (geralmente via Oferta Inicial Pública – IPO – ou venda estratégica).

Ver-se-á adiante a possibilidade de um fundo de *Private Equity* também adquirir *Equities* com o intuito de valorizar a sociedade empresária e revendê-las a posteriori. Neste caso chama-se tal operação de *Private Investment in Public Equities* (PIPE).

É válido ainda diferenciar o *Private Equity* dos instrumentos de dívida (*debts*). A constituição de uma dívida não dilui a participação acionária na empresa investida, diferente da emissão de *Equities*. A menos que haja o uso de instrumentos de dívida subordinada, que consiste em títulos de dívida acompanhados de direito de subscrição ao credor ou da

possibilidade de conversão da dívida em participações da empresa (a exemplo da emissão de debêntures conversíveis)⁸.

Os *debts* constituem maior segurança aos investidores, pois, caso a empresa não obtenha êxito com a empreitada, os *debts* ainda devem ser pagos, com os respectivos acréscimos contratados. Por outro lado, se a investida for bem sucedida, os *debts* não tiram proveito da evolução, não possibilitando tanto lucro como se, ao invés dos *debts*, tivesse sido utilizado o *Private Equity*.

Os *debts* podem ser utilizados em conjunto com a emissão de *private equity*. Quando as aquisições são realizadas com uma alta proporção de *debts/equities*, são chamadas de *leveraged buyout* (LBO, compras alavancadas ou compras por endividamento), nas quais parte do aporte utilizado para a aquisição advém dos cofres do adquirente e outra parte sai da emissão de títulos de dívida pela empresa adquirida.

Após destacar essas características introdutórias do instituto, é essencial observar o impacto que a indústria de *Private Equity* vem tendo no Brasil. Existem no país mais de R\$ 153,2 bilhões de reais em capitais comprometidos com *Private Equity* e *Venture Capital*, dos quais R\$ 102,4 bilhões estão investidos⁹ e 57%¹⁰ são de origem estrangeira¹¹. Do volume de aporte destinado a essa indústria, pode-se inferir o incremento à produtividade da economia brasileira, a geração de empregos, a evolução tecnológica, a melhoria de prestação de serviços, a expansão geográfica da disponibilização de serviços e produtos¹².

Diante da constatada relevância da Indústria do *Private Equity* e do *Venture Capital*, resta demonstrada a importância de seu estudo. Nesta monografia, tem-se como objetivo geral constatar como o arcabouço normativo brasileiro lida com os potenciais conflitos existentes entre investidores e gestores do veículo de *Private Equity*. Para tanto, serão investigados os seguintes objetivos específicos (i a iv) e objetivo geral (v): (i) entender a formação e o funcionamento da indústria, e conhecer os agentes que nela atuam; (ii) entender o impacto da economia, da política e da segurança jurídica na indústria de *Private Equity*, encimando-se a centralidade do contrato e sua observância (iii) retratar os provimentos centrais de um

⁸ XIMENES; SANT'ANNA. 2013. Op. cit. p.10. Para ver a relação entre diluição da participação e alavancagem (*debts*) no caso da aquisição de 24,7% da Abril Educação pela BR Investimentos.

⁹ ABVCAP, Consolidação de dados, Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. 2016. p. 4

¹⁰ ABVCAP. 2016. Op. cit. p. 8

¹¹ Mais dados sobre *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil de 2011 a 2015, inclusive a porcentagem de investimento por setor, podem ser encontrados em: ABVCAP. 2016. Op. cit.

¹² MASULIST, Ronald W.; THOMAS, Randall S. Does *Private Equity* create wealth? 2009. Ressaltando os benefícios do *Private Equity*. Ver também: SANTOS, Luiz Alfredo. O alinhamento dos interesses entre fundos investidores de *Private Equity* e *Venture Capital* e empresários nas empresas investidas. 2008.

contrato de *Private Equity* no que concerne à relação do investidor e do gestor do fundo; (iv) entender os possíveis conflitos existente no âmbito dessas provisões; e (v) constatar como o arcabouço normativo brasileiro, por meio da IN CVM 578/2016, aborda tais provisões.

A fim de se compreender com maior propriedade a discussão principal desta obra, faz-se necessário o entendimento da sua evolução histórica, que será vista na primeira seção. Além disso, na segunda seção, serão expostos os conceitos fundamentais do fundo de investimento em *Private Equity*, de seu mecanismo de funcionamento, e das suas principais características. Essas duas primeiras seções cobrirão os dois objetivos específicos iniciais, pressupostos para que seja feita, nas seções subsequentes, a análise das relações entre os atores da indústria, e da norma brasileira que regula tal matéria.

O texto foi construído com base em revisão bibliográfica, análise da lei e dados da indústria brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*. A abordagem feita pelo texto é imprescindivelmente interdisciplinar, pois seria impossível estudar o contrato e a regulamentação brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* sem antes entender a sua formação da indústria e o seu funcionamento.

Ainda em fase pré-textual, fazem-se necessários alguns esclarecimentos. Conforme será visto na seção histórica, o *Venture Capital*, originariamente, é um tipo de *Private Equity*; e a maioria das operações de *Private Equity*, até a década de 80, eram *Venture Capital*. Entretanto, ao longo da década de 80, os termos começaram a ser utilizados como se fossem duas espécies diferentes do mesmo gênero. O sentido do *Private Equity* se diferenciou, não se tratando mais de capital arriscado aportado em empresa em estágio inicial, mas sim de um aporte financeiro – de volume mais significativo que o *Venture Capital* – direcionados a empresas mais maduras.

Vale ainda pontuar a diferença entre Administrador e Gestor do fundo de *Private Equity*. Na estrutura legal norte-americana utilizada para realizar os investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*, os *general partners* englobam as funções de administrador e gestor. Enquanto na estrutura legal mais comum brasileira, os fundos de investimento em participações, os administradores têm a função de gerir as prestações-meio de serviços do fundo, enquanto os gestores cuidam das prestações-fim, quais sejam, prospectar investidores e investidas, estruturar e negociar os contratos de investimento, participar da gestão das investidas, monitorando-as e decidir quando liquidar o investimento.

Por fim, ao longo do texto, as palavras gestores, administradores, *limited partners* podem ser utilizadas como sinônimos. O que pode ocorrer também com os termos

organizações gestoras, *Private Equity firms*, empresas de *Private Equity* e Fundos de *Private Equity*. As nuances de cada termo serão, quando necessário, reveladas em seu devido tempo.

1 HISTÓRIA DO PRIVATE EQUITY

1.1 História da indústria de Private Equity e Venture Capital nos EUA

Alguns autores apontam a existência de *Private Equity* e *Venture Capital* já na época das grandes navegações, com o empreendimento de Cristóvão Colombo. Tal análise se dá, porque Cristóvão teve uma ideia inovadora, de caráter arriscado; além de ter recebido aporte financeiro, tripulantes e know-how em gestão de navegação pela coroa espanhola. Tais características tornam o empreendimento similar aos que se estuda nesse texto¹³.

Apesar desta análise histórica, compreende-se melhor o *Private Equity* e *Venture Capital* em seus moldes atuais conhecendo a sua evolução a partir do final do século XIX, nos Estados Unidos, onde mais se aprimorou. Seu modelo original remonta ao fim do século XIX, quando as ricas famílias norte-americanas – como Rockefellers, Vanderbilts e Whitneys –, por meio de escritórios que administravam suas fortunas, selecionavam empresas inovadoras no mercado, nas quais investiam diretamente. As famílias utilizavam seu know-how, apreendido em anos na indústria naval, petrolífera, aeronáutica, dentre outras, para fazer com que a investida despontasse, gerando ainda mais riqueza para os investidores – eles mesmos¹⁴.

A iniciativa dessas famílias era o que havia de mais comum para financiar ideias inovadoras no mercado até o início do século XX. Conforme será visto com mais detalhe adiante, iniciativas privadas, como a de Karl Compton, em 1946, encabeçaram a transformação da indústria de *Private Equity*. Iniciativas públicas, como a lei de fomento *Small Business Act* em 1958 também foram essenciais para aquecer e amadurecer o mercado.

Com a análise da história, entender-se-á também: (i) como a conjuntura econômica e política impacta significativamente na quantidade de crédito disponível aos novos empreendimentos, ou no sufocamento destes via tributos, a exemplo dos efeitos econômicos do *New Deal*, do lançamento do Sputnik pela URSS, da Guerra do Vietnam e da Guerra do Golfo; (ii) o impacto da quantidade de profissionais experientes e qualificados, que, dentre outros fatores, proporcionaram o primeiro crescimento expressivo da indústria, em 69; (iii) o impacto das decisões do Estado em tornar mais liberal a política de investimentos, como o que ocorre em 1978 quando da alteração de interpretação do ERISA; (iv) o impacto da

¹³ ABDI. 2º Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*. 2011. p.41.

¹⁴ ABDI. Op. cit. p.42.

educação e da integração econômica, essencial para o sucesso da indústria na Califórnia, na década de 80 e 90.

Ao longo deste tópico, será ainda observada a reação da indústria em face de determinados fatores como o da atuação dos poderes executivo e do legislativo¹⁵, no fomento ou criação de impostos.

São perceptíveis na história os fatores que tornam a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* propensa à evolução quando da existência de ambiente favorável, e quais fatores, ao contrário, prejudicam as estabilidades econômicas e políticas, tributárias e financeiras, bem como da existência da segurança jurídica. Tais aspectos serão importantes para a compreensão dos contratos e de sua relevância, bem como das normas e das regulações do mercado; conteúdos estudados respectivamente nas seções 3 e 4.

1.1.1 Enterprises Associate e American Research and Development

A história da Enterprises Associate e a da American Research and Development (ARD) são iniciativas privadas que devem ser estudadas, porque foram os embriões do atual modelo de *Private Equity* e *Venture Capital*. O modelo diferia daquele observado nos empreendimentos das ricas famílias, sobretudo porque o modelo familiar tinha fonte de recursos em seus próprios cofres, enquanto o modelo da ARD arrecadava fundos junto a terceiros.

Foi um funcionário da ARD, que, após abandonar a empresa, resolveu criar uma *limited partnership* aos moldes atuais, modelo que se tornou o veículo de *Private Equity* e *Venture Capital* mais utilizado no mercado atual. Após abandonar a ARD, utilizou o seu know-how e experiência para seguir seu próprio caminho, da mesma maneira que vários gestores de SBICs, que sofriam restrições legais, por exemplo, limite de remuneração¹⁶.

Em 1916, William Coolidge investia parte da sua fortuna em pesquisas no campo da moderna tecnologia de Raio X. Também era diretor da Enterprises Associate, uma associação privada de empresas de New England, que constituiu um fundo cujos recursos seriam direcionados a novos empreendimentos. Depois de averiguarem diversas candidatas ao

¹⁵ A importância do judiciário será estudada no tópico destinado à história do instituto no Brasil, mais especificamente no que concerne à segurança jurídica no país.

¹⁶ FENN. 1997. Op. cit.

recebimento do aporte financeiro, em 1940, fizeram o primeiro investimento em uma empresa, a National Research¹⁷.

Outro exemplo de inovação é a empreitada de Karl Compton – à época presidente do MIT-, que, incitado pelas baixas taxas de formação de novos negócios nos EUA em 1930 e 1940, criou um grupo de empresários, professores, políticos e acadêmicos, para desenvolver soluções para o quadro. Após compor a força tarefa, os estudos iniciais indicavam que as causas do problema eram as poucas possibilidades de financiamento de pequenas e novas empresas a longo prazo.¹⁸

Acreditava-se que essas falhas decorriam, além da falta de capital, da debilitada expertise dos empreendedores. Para complementar estes problemas internos das empresas, a maior parcela da crescente riqueza da nação estava se concentrando nas mãos das instituições financeiras, ao contrário do que tradicionalmente ocorria nos Estados Unidos, onde tal riqueza se concentrava nas mãos dos investidores individuais. Isso dificultava o empréstimo a pequenos e novos negócios¹⁹.

Tendo em mente o quadro apresentado, logo após o término da Segunda Guerra Mundial, Karl se juntou a outros entusiastas e criou, em 1946, a American Research and Development Corporation (ARD), empresa cujos objetivos eram o de solucionar o problema do financiamento das pequenas empresas e novos negócios, e o de prover expertise em gestão às empresas. Para tanto, a intenção era conjugar a ciência e os empreendedores para criar novos negócios nos EUA²⁰.

O perfil de empresa investida pela ARD eram aquelas que emergiram com base na tecnologia produzida na Segunda Guerra Mundial.²¹

Importante também ressaltar que a ARD foi a primeira empresa de *Venture Capital* a levantar seu capital junto a investidores terceiros, diferente do modelo das famílias afortunadas, que vigorava à época. Sua principal fonte era a de investidores individuais e institucionais²². Foi constituída sob a forma de fundo negociado no mercado público da bolsa

¹⁷ ANTE. 2008. Apud ABDI. 2011. Op. cit. p. 43.

¹⁸ FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. The Private Equity Market: An Overview. 1997. p.10.

¹⁹ FENN. 1997. Op. cit. p.10.

²⁰ FENN. 1997. Op. cit. p.10.

²¹ GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The Venture Capital Revolution. In Jornal of Economic Perspectives – Volume 15. 2001. p.147.

²² ANTE. 2008. Apud ABDI. 2011. Op. cit. p. 43.

de valores²³ e conseguiu se inserir no mercado em um ambiente favorável em termos legais, regulatórios e tributários²⁴, o que permitiu um relativo sucesso da empresa.

Apesar de não ter levantado junto aos investidores o volume de recursos esperado, conseguiu prosseguir suas atividades com bom desempenho. Os investidores, por sua vez, tinham receio de investir na ARD, pois viam risco em apostar em um novo modelo de financiamento. Em adição a este entrave, o fato dos analistas de mercado apontarem hialina preferência por investimentos em ações com ganhos mais imediatos dificultava ainda mais a situação da ARD.²⁵

A empresa foi vendida à Texon 25 anos após a sua criação. Apesar das suas dificuldades, e de não ter sido um modelo reproduzido, a taxa de retorno aos investidores, ao longo de 25 anos de funcionamento da ARD, foi de 15,8% a.a.²⁶.

1.1.2 Small Business Act

O lançamento do Satélite Sputnik pela União Soviética catalisou a mobilização governamental por desenvolvimento de novas tecnologias nos EUA. Em face da situação, para criar um ambiente propício ao desenvolvimento das pequenas empresas e novos negócios, estimulando produção de nova tecnologia, o congresso americano editou o *Small Business Investment Act* de 1958, lei que criou a *Small Business Administration* (SBA) e a figura das *Small Business Investment Companies* (SBICs)²⁷.

A SBA era um organismo regulador que subsidiava as SBIC's, empresas privadas responsáveis por financiar com capital próprio, monitorar, treinar e aconselhar novos empreendimentos. Em troca, as empresas deveriam restringir seus negócios a uma área estratégica, determinada pelo governo²⁸. As SBIC's eram isentas de tributos sobre rendas quando investiam mais de 25.000 dólares em pequenos e novos negócios, por isso, se alastraram pelo país.

Nos primeiros 13 anos, a iniciativa levantou US\$ 350 milhões, em comparação aos 7,4 mi da ARD. Muitas empresas cresceram com auxílio das SBIC's, mas, em geral, as empresas

²³ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit. p.147.

²⁴ FENN. 1997. Op. cit. p.10.

²⁵ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit. p.3.

²⁶ FENN. 1997. Op. cit. p.11.

²⁷ FENN. 1997. Op. cit. p.11.

²⁸ Disponível em <<https://www.sba.gov/sbic/general-information/program-overview>>. Acesso em 02/11/2016.

financiadas no programa eram frágeis. Pois o modelo de financiamento continha variadas defasagens.

Por exemplo, as SBICs não contavam com um sistema de compensação por performance, por isso não conseguiam atrair gestores de alto calibre. Além disso, os empréstimos concedidos não envolviam compras de ações e poder de controle dos investidores. Ademais, o monitoramento dos gestores não era assíduo como nas demais iniciativas, por isso, não raro, os pequenos negócios, ao invés de se restringirem ao uso de financiamento oriundo da aquisição governamental, faziam grande uso de endividamento. Sem contar com as inúmeras fraudes envolvidas no sistema de empréstimos²⁹.

Devido à fragilidade das investidas, o advento da bolha de IPO's de empresas tecnológicas em 1962³⁰ afundou os pequenos negócios, reduzindo-as de 585 para 250, sendo as empresas eliminadas taxadas pelos investidores como uma fraude³¹.

Ao final da década de 60, as SBICS começavam a se recuperar, mas a crise econômica, o aumento de impostos para custear a Guerra do Vietnã e a crise do petróleo de 1974 sufocaram as financiadas pela SBICS, que somente se recuperaram na década de 80, após haver a regulamentação sobre a ERISA, autorizando expressamente os fundos de pensão a investir em *Private Equity* e *Venture Capital*, fazendo o número de investidas saltar para 450³².

Em 1990, com a guerra do golfo e o aumento do preço do petróleo, um terço das SBIC's faliu. A partir desse evento, as SBIC's não sofreram altas e baixas tão severas em decorrência de fatores macroeconômicos. Ainda hoje, a SBA e as SBIC's exercem uma importante função no financiamento de Venture Capital, sobretudo para startups.

A história do *Small Business Act* nos traz, além da reflexão sobre o impacto econômico na sustação de capital comprometido com a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, a análise de que o aporte público pode ser essencial para o fomento à indústria, mas que, quando de seu uso, devem ser observados alguns cuidados para que sejam evitadas perdas, por exemplo, aquelas decorrentes da má gestão das SBIC's sobre as investidas, fazendo uso indevido dos recursos públicos que lhe eram emprestados.

Por fim, vale ressaltar que houve uma significativa disparidade entre o sucesso das empresas de *Private Equity* e *Venture Capital* que não dependiam de subsídio governamental

²⁹ BYGRAVE, William D.; TIMMONS, Jeffrey A. *Venture Capital at the Crossroads*. 1992. p. 20-23.

³⁰ ANTE. 2008. Apud ABDI. 2011. Op. cit. p. 45.

³¹ BYGRAVE; TIMMONS. Op. Cit.

³² BYGRAVE; TIMMONS. Op. Cit.

e o sucesso das SBIC's. Observa-se que o sucesso financeiro das primeiras foi relativamente maior e mais rápido. Entretanto, há quem diga que o fomento à criação de firmas privadas foi diretamente feito pelo estímulo às SBIC's³³, inclusive criando know-how e experiência para agentes que posteriormente abririam suas próprias firmas de *Private Equity* independentes de subsídio da SBA.

1.1.3 O modelo *Limited Partnership*

Nos anos 60, os profissionais que atuaram em *Private Equity* perceberam que o setor tinha potencial e utilizaram a sua experiência em gestão para seguir investindo em novas oportunidades de empreendimentos. Para tanto, sabiam que era necessária a prospecção de novos investidores e a criação de um veículo para viabilizar a transferência de aporte financeiro ao investido, tudo isso sob suas gerências. Nesse sentido, a *Limited Partnership* ganha importância no cenário da indústria de *Private Equity*³⁴, sendo ainda utilizada em menor escala que os demais veículos (*closed-end funds* e SBIC's)³⁵.

A *Limited Partnership* consiste em uma sociedade empresarial, na qual há o sócio investidor (*limited partner*) e o sócio gestor (*general partner*). O primeiro tem como incumbência contribuir com o aporte financeiro para viabilizar os investimentos da sociedade, enquanto o segundo é plenamente responsável pelo desempenho das demais atividades da sociedade, como prospectar investidores, estruturar contratos, desempenhar as atividades de gestão do fundo, participar da gestão da empresa investida e decidir qual seria o melhor momento para o desinvestimento do capital³⁶.

A *Limited partnership* não pode ser confundida com a Sociedade Limitada brasileira. Por exemplo, a responsabilidade de todos os sócios da limitada brasileira é restrita ao valor de suas cotas, entretanto, todos respondem solidariamente pela integralização do capital social; já na *limited partnership*, o *limited partner* responde tão somente pelo valor de sua participação, enquanto o *general partner* tem responsabilidade ilimitada. Dessa forma, a *limited partnership* se assemelha mais à sociedade em comandita, onde se tem o sócio comanditário e

³³ METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Ed. Wiley. Second Edition. 2011. p. 10- 11.

³⁴ FENN. 1997. Op. cit. p.13.

³⁵ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit. p.4.

³⁶ FENN. 1997. Op. cit.

o comanditado, com responsabilidades equivalentes respectivamente às dos *limited partners* e *general partners*.

Vale ainda pontuar que, apesar da semelhança existente entre a *limited partnership* e a sociedade em comandita brasileira, esta última não é utilizada no Brasil para fins de investimento em *Private Equity*. Isso talvez ocorra, porque a responsabilidade do sócio comanditado é ilimitada, tornando assim esse tipo societário menos atrativo aos sócios. Portanto, outro veículo é adotado com maior frequência no Brasil, o fundo de investimento em participações, cujas características serão mais bem estudadas na seção 4.1.1.

O modelo de estruturação *limited partnership* era adequado para mitigar os problemas da remuneração dos gestores dos recursos, da distribuição de lucros para os investidores, além da isenção de algumas regulações, inclusive de requerimentos de informação e transparência. Também possuía tempo de vida limitado, por isso os recursos deviam retornar aos investidores após um período pré-determinado, geralmente 10 anos³⁷.

A primeira *limited partnership* havia sido criada em 1958. Nos primeiros anos, os gestores devolviam ações das empresas investidas aos investidores, podendo estes escolher o que fazer com suas cotas³⁸. Outro exemplo de *limited partnership* surge da junção de profissionais experientes na área é a Donaldson, Lufkin and Jenrette (DLJ), que profissionalizaram seus gestores em direção à prospecção, gerência e timing desinvestimento³⁹.

William Elfers, em 1965, saiu da ARD e optou pela criação de uma *limited partnership*, por meio da qual arrecadou fundos de várias famílias ricas americanas – primeira vez que ocorria tal fenômeno⁴⁰. Esse mecanismo traz à baila um gesto que se consagrou nesse mercado, que é o levantamento de recursos (*fundraising*).

Entre 1969 e 1975, 29 *limited partnerships* se formaram, levantando um total de US\$ 376 milhões de dólares para as sociedades empresariais. O modelo se consolida como principal veículo de *Private Equity* na década de 80, quando o arcabouço tributário e regulatório é modificado em seu favor⁴¹.

1.1.4 Wealthy Families

³⁷ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit. p.4.

³⁸ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit. p.4.

³⁹ FENN. 1997. Op. cit. p.14.

⁴⁰ ANTE. 2008. Apud ABDI. Op. cit. p. 46.

⁴¹ FENN. 1997. Op. cit. p.14.

As ricas famílias norte-americanas, como Paysons, Rockefellers, and Whitneys, em paralelo às atividades da ARD, também criaram empresas de *Private Equity* e *Venture Capital*, entretanto a própria fortuna da família continuava a financiar os negócios investidos, aos moldes do modelo tradicional do início do século⁴².

Os Rockfellers, a despeito de já possuírem uma empresa de *Venture Capital* desde 1946, repensaram a estruturação de seus investimentos e fundaram a Venrock em 1969⁴³, em Palo Alto, Califórnia. De início, investiram na Intel Semiconductors. Posteriormente em outras empresas bem sucedidas, como a Apple, Mosaic (Netscape) e a Healthcare⁴⁴.

A primeira empresa de *Venture Capital* de famílias ricas a se abrir para investidores institucionais foram os Whitneys, em 1990⁴⁵.

1.1.5 Fundos de pensões e novas tecnologias

Conforme exposto, as condições econômicas na década de 70 causaram redução de recursos direcionados a *Venture Capital*, entretanto, os investimentos em *Private Equity* continuaram. Isso quer dizer que se aumentaram as operações em empresas em estágio mais avançado de amadurecimento. Nessa época, empresas mais novas e bem estruturadas que vinham em franco crescimento iniciaram a estratégia de aquisição alavancada (*leveraged buyout*, LBO ou compra por endividamento) de departamentos de conglomerados que estavam em dificuldades financeiras.

No fim da década de 70, a indústria de *Venture Capital* reclamava pela reforma do ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*), no sentido de permitir que os fundos de pensão pudessem investir em *Private Equity* e *Venture Capital*. Em 78, as medidas da reforma foram implementadas, facilitando que fundos de pensões investissem em *Venture Capital*. O volume de recursos para *Venture Capital* cresceu, em um ano, o equivalente a 10 vezes do valor do investimento para os três anos anteriores⁴⁶.

Além disso, no início da década de 80, a indústria começou a ver gigantes do Vale do Silício dentre as empresas investidas começarem a sua ascensão. Dentre as beneficiadas

⁴² FENN. 1997. Op. cit. p.10.

⁴³ VENROCK. The Venrock History. Disponível em: <<http://www.venrock.com/index.cfm?fuseaction=content.contentdetail&id=8747>>. Acesso em 15 de outubro de 2010. Apud ABDI. Op. cit. p. 46.

⁴⁴ Disponível em: <<http://www.venrock.com/about-venrock/>>.

⁴⁵ VENROCK. 2010. Apud ABDI. Op. cit. p. 46.

⁴⁶ FENN. 1997. Op. cit. p.14.

encontravam-se Apple Computer, Intel Semiconductors, Genetch, Federal Express, Tandem Computers. A taxa de retorno em investimentos de *Venture Capital* foi elevada a 20% ano, taxas expressivas que atraíram os administradores de fundos de pensões.

As condições econômicas e tributárias favoráveis fizeram o capital investido em 82 equivaler ao total de investimentos da década passada. Em 1987, os investimentos chegaram a U\$ 17.8 bilhões, decrescendo à U\$ 87, 6.4 bilhões em 1996 – em virtude da crise -, e atingindo U\$ 32.2 bilhões em 1996⁴⁷.

A indústria de *Private Equity* americana era baseada em *Venture Capital* até meados da década 80, quando o interesse por operações de compras alavancadas cresceu de forma surpreendente. Nessa época, os fundos começaram a perceber que investir volumes maiores era mais adequado ao aporte financeiro que guardavam. Durante esse período, o termo *Private Equity* começou a ser utilizado no sentido mais específico de aquisição do controle acionário (*buyout*), geralmente relacionadas a operações de aquisições e fusões e aos LBO's⁴⁸.

A década de 90 inicia em crise. Embalada pelo crescimento perigoso do mercado de títulos de altíssimo risco (*Junk Bonds Market*, ou títulos podres), a economia é freada pela alta do preço do petróleo decorrente da Guerra do Golfo, causa nova retração na economia e, por conseguinte, nos recursos aplicados aos gestores das sociedades. A crise decorre também, dentre outros fatores, de problemas da qualidade de ativos fornecidos pelos bancos e companhias de seguros.

Entretanto, ao embalo do deslanche da internet e de novas tecnologias, o quadro de crise se reverte. As corporações desenvolveram um interesse pelas novas tecnologias, e, com o intuito de aprimorarem suas respectivas cadeias de produção e inovação, passam a financiar Pesquisa e Desenvolvimento, por meio de Corporate Venture. As corporações que tinham caixa conseguiram estruturar uma pesquisa dentro de suas próprias dependências, porém, sem tanto sucesso quanto o das empresas especializadas em tecnologias, que, por isso, passaram a receber os aportes de diversas corporações.

O gráficos 1, nos anexos, ilustram a evolução da indústria do *Private Equity* e *Venture Capital* em números⁴⁹.

1.2 História do *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil

⁴⁷ FENN. 1997. Op. cit. p.18.

⁴⁸ ABDI. 1997. Op. cit. p. 49.

⁴⁹ FENN. 1997. Op. cit. p.18.

A diversificação dos negócios no Brasil nas décadas de 50 e 60, apoiada pelo programa de substituição de importações tornou o ambiente propício à estruturação da cadeia produtiva e ao crescimento econômico. Investimentos internos privados em têxteis, alimentos, construção civil, móveis, além da entrada de multinacionais com o objetivo de produzir bens de consumo é um resumo do que ocorria na economia do país⁵⁰.

Esse quadro fez com que pequenas e médias empresas ascendessem no mercado, o que tornou o ambiente mais propício à instalação incipiente de uma indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*⁵¹, que começou a aparecer entre nas décadas de 70 e 80.

As primeiras tentativas no mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* partiram de iniciativas externas. Sob o pretexto de evoluir o mercado da América Latina, os estadunidenses criaram, em 1964, por meio de parceria público-privada, a *Atlantic Community Development Group for Latin America* (ADELA), que posteriormente se transformou na privada *Adela Investment Company* (AIC). Depois de US\$ 122 milhões investidos, a empresa fechou as portas com problemas financeiros em 1972⁵².

A Financiadora de Estudos e Projetos S.A. (FINEP), em 1976, criou o programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN), que seria responsável por fomentar o uso da tecnologia a fim de inovar o modelo de produção das pequenas e médias empresas no país. O modelo não contava com compra de ações, somente com empréstimos subsidiados. Os fracos resultados fizeram-na encerrar o negócio e repensá-lo por tempo indefinido⁵³.

Outras iniciativas como a do Unibanco e do Banco Paribas, que criaram a Brasilpar, a do BNDES, que criou a BNDESPar⁵⁴, e aquisições do Paulo Lehman constituem tentativas de fazer vingar investimento em *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil.

Apesar dessas iniciativas, nas décadas de 80 e 90, a hiperinflação e a recessão econômica fizeram do período um mau momento para se investir na indústria. Além da perspectiva econômica, não havia incentivos ao *Private Equity* e ao *Venture Capital* nem sob a perspectiva legal, nem sob a perspectiva fiscal. Somente em 1986 houve o decreto-lei 2.287,

⁵⁰ ABDI. Op. cit. p. 57.

⁵¹ SOUZA NETO, J.; STAL, E. Financiamento de Risco para a Inovação Tecnológica na Empresa. RAUSP, 26(4). 1991. pp. 34-74. Apud ABDI. Op. cit.

⁵² FOX. The *Venture Capital* Mirage: Assessing USAID Experience with Equity Investment, USAID Program and Operations Assessment Report 17. 1996. Disponível em: < http://www.usaid.gov/pubs/usaid_e_val/pdf_do_cs/pnaby220.pdf. >. Apud. ABDI. 2011. Op. cit.

⁵³ SOUZA e STAL 1991. Op. cit.

⁵⁴ DEL CARO, Luciana em Coletânea de casos de *Private Equity*, 2013. Capital Aberto. P.13. para exemplo aporte financeiro estatal, ver investimento do BNDESPar na BRQ, empresa que teve ações listadas no Bovespa em 2015 por meio de IPO.

regulado pelas leis nº 1.184/86 e 1.346/87, que reconheciam as Sociedades de Capital de Risco (SCR), que eram as gestoras de *Venture Capital* restritas às aquisições de participações minoritárias em pequenas e médias empresas⁵⁵.

A legislação, entretanto, era ineficaz, visto que não abarcava empresas de médio e grande porte e não permitia instrumentos de endividamento no âmbito das operações. Ademais as normas do Banco Central destoavam de seus objetivos, e, por fim, teve seus benefícios fiscais cancelados pela Lei 7.714/88⁵⁶.

Apesar do quadro, o volume de investimentos conseguiu avançar, sobretudo por causa da regulamentação descrita. Em 1988, existiam 15 gestores com o total de US\$ 150 milhões⁵⁷.

No ano de 94, controle de inflação, plano real, taxas de juros continuam elevados, dificultando crédito privado e limitando o crescimento sólido da economia. Nesse ano, a CVM lançou a instrução 209, que regulava o equivalente ao *Venture Capital* brasileiro (os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes). O resultado disso foi o salto do capital comprometido em *Private Equity* e *Venture Capital*, que foi de 732 milhões em 1993 a 1,21 bilhão em 1994⁵⁸.

Por volta de 1995, o país passou por reformas que lhe permitiram maior liberdade de empréstimo. As desregulações, privatizações, os ajustes fiscais e o controle da inflação fizeram o país mais atrativo a investimentos, sobretudo por causa da confiança na estabilidade da economia⁵⁹. Em 1997, o Brasil sofria os efeitos da crise do início da década de 90. O capital comprometido havia caído para 200 milhões em 1997, mas, com a recuperação do mercado, saltou para 1,1 bi em 2000⁶⁰.

O novo ciclo de crescimento dos capitais levou a iniciativas como a criação da Associação Brasileira de Capital de Risco foi criada em 2000 - renomeada em 2005 como ABVCAP- e do Centro de Estudos em *Private Equity*, em 2003, pela Fundação Getúlio Vargas. As organizações proporcionaram à comunidade de investimentos, agências multilaterais, órgãos do governo e instituições do mercado de capitais formações mais sólidas

⁵⁵ PAVANI, C. O Capital de Risco no Brasil. Conceito, Evolução, Perspectiva. E-papers, Rio de Janeiro. 2003. p. 60. Apud ABDI. 2011. Op. cit.

⁵⁶ PAVANI. 2003. p. 60. Op. cit.

⁵⁷ COSTA, R. e LEES, F. Brazilian Capital Market: Conversions, Privatization, and *Venture Capital* Investment. The University of Miami Inter-American Law Review 20(3). 1989. p.537-564. Apud ABDI. 2011. Op. cit.

⁵⁸ CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO. A Indústria de Private Equity e Venture Capital, Primeiro Censo Brasileiro. Ed. Saraiva. São Paulo. 2006. Apud ABDI. 2011. Op. cit.

⁵⁹ ABDI. Op. cit. p.62.

⁶⁰ STEIN; TRIGUEIRO; FILHO. Private Equity in Brazil – The Road Ahead. Dissertação de MBA. Harvard Business School. 2001. Apud ABDI. 2011. Op. cit.

e confiáveis sobre o mercado, partindo de instituições independentes, que utilizam rigor estatístico⁶¹.

Com o novo estouro da bolha da internet em 2000, a eleição do Lula em 2002, a crise energética 2001, o atentado do dia 11 setembro de 2001, houve a desvalorização do real e o aumento dos juros. A instabilidade parecia estar retomada. Empresas gestoras encerraram suas atividades, investimentos estavam sendo liquidados e o capital se retraindo.

Em 2003, entretanto, a CVM regulamentou o *Private Equity* no Brasil por meio da instrução 391, criando uma figura similar⁶² à *partnership* norte-americana (já tratada na subseção anterior), o Fundo de Investimento em Participações (FIP). Ademais, em 2004, os primeiros desinvestimentos em *Private Equity* do Brasil começaram a ser feitos, demonstrando um excelente desempenho.

No Brasil, por volta de 2005 foi concluído o primeiro ciclo da indústria de *Private Equity*, destacando alguns gestores que obtiveram êxito em grandes proporções. As ofertas iniciais de abertura de capitais das empresas desinvestidas atraíram sobretudo capital externo, expresso pela proporção de dois terços das compras de ações. A experiência brasileira trouxe ao mercado opções de investimento nunca antes vista, como logística ferroviária, medicina diagnóstica, locação de veículos, comércio eletrônico e assistência odontológica⁶³. Ademais foi publicado o primeiro censo do GVcepe, uma iniciativa pioneira em mercados emergentes, que traçou um raio-x do mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* no país.

As mudanças tornaram o ambiente econômico propício ao desenvolvimento da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no país. Em 2009, foram atingidos U\$ 36,1 bilhões de capital prometido. O país era promessa do petróleo, líder em produtividade agrícola, a população com um potencial mercado consumidor e de mão-de-obra, tornou-se atrativo.

⁶¹ CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO. 2006. Op. cit.

⁶² Esta similaridade ocorre em virtude da natureza de tipo societário que o FIP possui. Apesar de estar identificado na legislação como condomínio, o legislador incorreu em equívoco ao enquadrá-lo dessa maneira. A natureza do FIP diverge da de um condomínio, pois, por exemplo, o condômino tem direito à usar e gozar de todo o condomínio, além de poder dispor de sua fração por ímpeto individual; enquanto o cotista exerce seus direitos de propriedade somente com relação à sua cota, mas não pode administrar o todo com base na titularidade da fração, nem mesmo dispor da sua cota sem deliberação assemblear (ressalvadas, é claro, as hipóteses de previsão em regulamento). Ao mesmo tempo, assemelha-se a um tipo societário, pois existe uma integralização de capital cujos proprietários estão voltados a um mesmo fim, e, apesar de não possuir personalidade jurídica, possui uma unidade orgânica suficiente para suprimir a falta dessa personalidade. Tudo isso será mais bem detalhado na seção 4.1.1. Ademais, estão presentes no FIP as peculiaridades de um investimento em *Private Equity*, quais sejam, vida limitada, pouca liquidez do capital já comprometido ao fundo, e efetiva ingerência do gestor do veículo nas empresas investidas

⁶³ ABDI. 2012. Op. cit. p.30.

2 CONCEITOS E VISÃO GERAL SOBRE PRIVATE EQUITY

A palavra *Equity*, traduzida da língua inglesa para a portuguesa, significa ações de uma sociedade empresarial. Então *Private Equity* significa ações privadas. Em outras palavras, esta expressão pode ser definida como investimento em cotas de uma companhia de capital fechado. Repise-se que esse é um conceito que implica a origem do *Private Equity*; até porque, hoje, este tipo de investimento é realizado tanto em sociedade limitada quanto em companhia de capital aberto ou fechado⁶⁴.

Em linhas gerais, esse tipo de investimento é caracterizado pela atuação de três principais atores: o investidor, a empresa investida, e o intermediário financeiro. O investidor (os mais significativos são os fundos de pensões, mas existem outros exemplos como *endowments* de universidade e indivíduos ricos) aporta, por um prazo médio de 10 anos, seus recursos em um veículo gerido pelo intermediário. Este, por sua vez, é um administrador ou um corpo de administradores responsáveis por prospectar investidores e investidas, elaborar os contratos, monitorar, gerir e aconselhar as empresas investidas, e prestar contas aos investidores⁶⁵. Além de monitorar as investidas, o administrador participa ativamente da gestão de suas gestões, contribuindo para que o valor da investida aumente e, por conseguinte, a sua remuneração e o lucro daqueles que investiram no veículo.

As investidas são empresas que podem estar em diversos estágios de desenvolvimento, apesar de todas compartilharem uma característica em comum: a necessidade de financiamento. Além disso, geralmente carecem de uma governança corporativa adequada aos seus objetivos, seja este de crescimento ou de reestruturação (assunto melhor detalhado no tópico destinado a empresas investidas). Essa carência é vista como uma oportunidade para o intermediário, que, em virtude de sua experiência e *know-how* em *business*, promove melhorias internas nas empresas investidas, de modo que proporcione a sua valorização.

Tendo em vista esse quadro de peculiaridades, o intermediário disponibiliza às sociedades investidas não somente capital, mas também ingerência sobre as políticas estratégicas e decisões tomadas no âmbito da empresa investida. É por isso que esse é o tipo de investimento mais oneroso para as empresas investidas, que, em troca dos serviços prestados, oferecem ações ou títulos de dívida subordinada (que podem ser convertidas em ativos ou ações), a perda de autonomia e uma fatia do ganho de capital da empresa enquanto

⁶⁴ ABDI. 2012. Op. cit. p.41.

⁶⁵ SAHLMAN, William A. The structure and governance of venture-capital organizations. Harvard Business School, Boston, USA. 1990. pp.1 e 18.

estiver sob o controle do intermediário. Mesmo assim, os tomadores veem como uma boa oportunidade, até porque, geralmente, não estão aptos a conseguir financiamento por outras vias no mercado⁶⁶; e também precisam de melhorias de governança.

Se, por um lado, na relação entre intermediário e investida, vê-se a relação como onerosa à empresa que recebe os recursos; por outro, na relação entre o investidor e intermediário, o investimento se mostra arriscado ao investidor. Isso porque a impossibilidade de resgate por um período médio de 10 anos e a incerteza do lucro -- visto que o objetivo do *Private Equity* é criar valor ainda não existente na empresa --, são projeções para o futuro, sujeitas às variantes do mercado⁶⁷.

Explicadas as características gerais do *Private Equity*, passa-se a uma análise mais comparativa entre o instrumento norte-americano, a *Limited Partnership*, e o instrumento brasileiro de investimento em *Private Equity*, o Fundo de Investimento em Participações (FIP).

O modelo original sob o qual a relação entre esses atores é constituída e institucionalizada, a *Limited Partnership*, nasceu nos Estados Unidos da América, tratando-se de uma sociedade entre investidores (*limited partner*) e administradores (*general partners*), regida por contrato. Esta *Limited Partnership* é constituída sob a forma de uma empresa, por isso também é chamada de empresa de *Private Equity* (*Private Equity Firms*)⁶⁸, diferente do que ocorre no Brasil, onde a relação é constituída sob a forma de fundo de investimento. Uma mesma empresa pode ter vários *pools* de investimentos, ou seja, podem gerir várias comunhões de recursos cujos *limited partners* sejam diversos.

O *general partner* é responsável por prospectar investidores e investidas, estruturar e negociar os contratos de investimento, participar da gestão das investidas, monitorando-as e decidir quando liquidar o investimento⁶⁹. Sua responsabilidade é ilimitada e possui o dever de cuidado, devendo observar o contrato pactuado quando do início da sociedade. A responsabilidade do *limited partner* é, em regra, limitada, apesar de alguns estados dos EUA responsabilizarem quaisquer efetivos tomadores de decisões que acarretam em prejuízos⁷⁰.

⁶⁶ FENN. 1997. Op. cit. p.27.

⁶⁷ FENN. 1997. Op. cit. p.27.

⁶⁸ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit.

⁶⁹ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

⁷⁰ FENN. 1997. Op. cit.

No Brasil, o veículo mais⁷¹ utilizado para investimento em *Private Equity* é o Fundo de Investimento em Participação (FIP), regulado atualmente pela Instrução Normativa 578/2016, da CVM. No FIP, o investidor aporta seus recursos no veículo, o fundo, que é gerido por um administrador ou um corpo de administradores (organização gestora). Este, por sua vez, é responsável por selecionar as empresas investidas e aplicar-lhes recursos financeiros, participando ativamente de sua gestão com vistas a agregar valor com sua experiência e *know-how* nos negócios. Importante salientar que, ainda que poucas, existem exceções a essa regra da influência. Acontecem geralmente quando a empresa passa a se submeter a regimes mais severos de governança do que aqueles previstos na instrução normativa.

Pelo fato de ter vida limitada, pouca liquidez do capital já comprometido ao fundo, e efetiva ingerência do gestor do veículo nas empresas investidas, o FIP é a figura jurídica brasileira mais semelhante à *limited partnership* americana⁷². Apesar disso, a norma brasileira não a trata como sociedade, mas como um condomínio fechado; apesar de haver divergências sobre essa classificação, representadas pela parte da doutrina que afirma ser a natureza do FIP de sociedade, e não de condomínio; conforme será mais bem detalhado na seção 4.1.1, relativa à regulamentação do FIP.

Comparado aos demais fundos brasileiros, regulados em sua maioria pela IN CVM 555/2014, a influência nas investidas não é exigida, sendo estes fundos classificados como passivos, diferente do FIP, que é ativo.

O processo de investimento nos FIP's se desenvolve em diversas etapas. De início, uma equipe de gestores do fundo se reúne e define princípios e diretrizes do fundo, como a tese de investimento, a delimitação do estágio de desenvolvimento das empresas-alvo, o setor econômico e geográfico aos quais os investimentos serão restringidos, as políticas de transparência a serem utilizadas. Nessa etapa, os administradores do fundo intentam constituir um regulamento que atraia investidores, apesar de serem constituídos unilateralmente. Diferentemente ocorre nas *limited partnerships*, na qual há a instituição de contrato, de forma negocial, dando margem à constituição conjunta das regras que regerão a relação⁷³.

Posteriormente, inicia-se o levantamento de fundos, que consiste na prospecção de investidores, realizada por meio de apresentações, visitas, divulgação. Seguidas pela seleção

⁷¹ Os investimentos em *Private Equity*, entretanto, podem prescindir da estrutura que contenha esse veículo e esses gestores de veículos, por exemplo, no Brasil, quando uma *Holding* ou gestores governamentais (como o BNDESPar) investem em *Private Equity*. Conforme será mais bem detalhado na seção 2.3.

⁷² ABDI. 2011. Op. cit. p. 42.

⁷³ ABDI. 2012. Op. cit.

dos fluxos de investimentos (*deal flow*), identificação de potenciais empresas investidas, e negociação e estruturação de investimentos. Por fim, após o investimento e monitoramento das atividades da empresa, realiza-se o desinvestimento, que consiste nas vendas, pelos gestores, das participações do fundo nas empresas investidas, auferindo ou não lucros⁷⁴.

Esse processo é bastante dinâmico, e gera uma complexa relação entre os atores do *Private Equity*, que é regida pelo contrato e pelas normas regulatórias do mercado. A existência dessa regência decorre da tentativa de alinhar interesses de todos os atores envolvidos no investimento, o que, por vezes, não ocorre de forma plena. O resultado da falta de alinhamento de interesses são os conflitos originados da divergência de interesses, que são denominados como “problemas de agência”. Podem ser um conflito de interesses entre os principais (investidores) e os seus agentes (gestores) – relação que é foco deste trabalho --, e também entre investidas e gestores⁷⁵.

Esses problemas, em linhas gerais, são constituídos da seguinte forma. No âmbito dos investimentos em *Private Equity*, a assimetria⁷⁶ de informação entre gestor e investidor, a pouca liquidez do capital investido e a grande quantidade de capital aplicado geram muita ansiedade por parte dos investidores, que, por sua vez, devem ser correspondidos pelo gestor com muito trabalho, atenção, transparência e outras exigências; deveres estes oriundos do próprio dever fiduciário do gestor enquanto terceiro que cuida dos bens do investidor. Entretanto, o que é exigido do gestor, pode não ser seguido de forma satisfatória, visto que este também pode priorizar seus interesses próprios em detrimento do interesse dos investidores.

Dessa dinâmica conflituosa, podem surgir problemas como o desinvestimento imaturo ou retardatário, ou mesmo o investimento sem perspectiva de qualidade de lucro⁷⁷; conforme será mais detalhado na próxima seção. O desinvestimento imaturo decorre da imposição de limite temporal para a liquidação. Por meio desta cláusula contratual, o investidor busca dar um prazo limitado ao gestor para que possa aplicar nas investidas, pois, em algum momento, este capital deverá retornar para o investidor. Ocorre que a remuneração do gestor é, em parte, calculada com base em valores desinvestidos, portanto, se ele não desinveste antes da liquidação do fundo, terá reduzida a sua participação nos lucros do fundo, o que pode fazer

⁷⁴ GOMPERS & LERNER. 2001. Op. cit.

⁷⁵ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

⁷⁶ HARRYIS. 2010. Op. cit.

⁷⁷ HARRYIS. 2010. Op. cit.

com que ele desinvista mesmo não sendo o ambiente mais favorável possível, visando somente o incremento de sua remuneração, em detrimento da eficiência da operação.

Por outro lado, se o melhor momento para desinvestir for muito adiantado com relação à liquidação do fundo, pode ser mais vantajoso para o gestor manter o capital investido, de forma que possa continuar auferindo remunerações pelos trabalhos desempenhados naquele investimento específico.

Outro problema estudado pela doutrina norte americana é o prazo de investimento, contido em alguns contratos⁷⁸. Uma vez que o capital esteja integralizado, o gestor tem um prazo para investir o capital comprometido, se não investir até esse prazo, estará vedado de investi-los ulteriormente. Como sua remuneração geralmente tem parte em valores investidos e desinvestidos, o gestor não perderá a oportunidade de investir em quaisquer empresas disponíveis, mesmo que o investimento não seja de qualidade.

Para evitar tais conflitos, os contratos de *Private Equity*, que rege as relações entre os atores do investimento, são confeccionados cuidadosamente, utilizando provisões que tentam alinhar interesses e mitigar conflitos, como fazem as cláusulas de tempo de vida limitada do fundo (geralmente 10 anos, ao final do qual são devolvidos os recursos aos investidores, que não podem reaver os aportes antes do período combinado), os sistemas de compensação atrelada à performance do gestor, o monitoramento dos investidores sobre os gestores, o monitoramento dos gestores sobre os fundos, dentre outros⁷⁹.

2.1 Investidores

Os investidores de uma *limited partnership* são sócios, os *limited partners*. São dotados de responsabilidade limitada ao valor integralizado, bem mais rígida que no Brasil; apesar de haver estados dos EUA que responsabilizam o *limited partner* que tiveram poder para tomar a decisão lesiva a terceiros⁸⁰. Os *limited partners* não têm um papel ativo na política estratégica da empresa, apesar disso, se disposto em contrato, pode ter participações em determinadas decisões, sobretudo vetando investimentos ou alterações do propósito inicial da sociedade.

Os investidores do FIP são cotistas do fundo. Também possuem responsabilidade limitada, a menos que tomem decisões efetivas que causem prejuízo a terceiros. Inclusive, no

⁷⁸ HARRY S. 2010. Op. cit.

⁷⁹ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

⁸⁰ HARRY S. 2010. Op. cit. pp. 266-275

Brasil, eles respondem pelo patrimônio líquido negativo do fundo⁸¹, pois este é desprovido de personificação, tornando mais fácil atingir os administradores e cotistas por não necessitar do instituto da desconsideração da personalidade jurídica, sendo os administradores responsáveis apenas em caso de descumprimento da lei ou do regulamento do fundo, ou de agir com grosseira negligência, conforme será mais bem detalhado na seção 4.1.2.

É válido observar que, em decorrência dos altos riscos dos investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*, os retornos podem ser também mais altos (risk-adjusted returns), motivo pelo qual o esses investimentos têm se tornado o investimento mais atrativo no mercado⁸². Com efeito, diferindo dos investimentos tradicionais, o *Private Equity* e o *Venture Capital* são classificados como ativos alternativos (*alternative assets*).

Em coerência com esse tipo de investimento, o perfil do investidor que se engaja nessas atrativas e arriscadas oportunidades é de quem tem muito capital em caixa e ambição por grande retorno de longo prazo, de modo que a pouca liquidez de grande monta de capital por longo período não lhe signifique um estorvo.

Caso o perfil dos investidores não seja tão agressivo, esses riscos podem ser mitigados pelo o uso de *debts*, instrumentos de dívida geralmente utilizados no âmbito do *Private Equity*, conforme será visto com mais detalhes na seção 2.2. Esse instrumento evita excessiva diluição acionária da empresa investida, podendo esta fazer uso de outros recursos para manter a sua autonomia.

Os fundos de pensões públicos e privados são os investidores com maior volume de recursos investidos em *Venture Capital* e *Private Equity*. Esse quadro ganhou força a partir da reforma interpretativa de uma regulamentação norte-americana de 1978, que permitia aos fundos de pensão aplicarem recursos ao *Venture Capital* e *Private Equity*, incrementando rapidamente os aportes financeiros direcionado à indústria.

Assim como os fundos de pensões, os *endowments* de universidade e as fundações são classificados pela doutrina norte-americana como investidores institucionais. À parte desses existem ainda instituições multilaterais, agências de fomento, bancos oficiais, empresas, *trusts*⁸³, *banking holding companies*, bancos de investimento e corporações não financeiras, companhias de seguro, são exemplos de entidades que se dedicam, entre outras atividades, a este tipo de investimento.

⁸¹ SOUTO. 2016. P. 60

⁸² ABDI. 2011. Op. cit

⁸³ ABDI. 2011. Op. cit. p.84.

Neste artigo, não se adentra ao mérito de investimento direto se qualificar como *Private Equity* ou não. Como exemplo destes, podem-se listar os investimentos oriundos de fundos de pesquisa e do investidor anjo, que não possuem veículos intermediários, podendo ser realizada de diversas maneiras, dentre elas, pela compra de participações.

O investidor é geralmente um indivíduo rico, que tiveram experiência com companhias similares. Em troca recebe pequena quantidade de ações. Exerce papel ativo em aconselhar as companhias (não tão ativo quanto os administradores profissionais). Nos EUA, é muito comum que a conexão entre este investidor e o investido seja feita por indicação de advogados e contadores⁸⁴. No Brasil, o investidor-anjo é regulado pela Lei Complementar 155/2016. Este investidor não pode figurar como sócio e nem ter direito à ingerência ou voto na política interna da investida. O resgate do valor investimento por ele só poderá ocorrer após dois anos do comprometimento do capital.

2.2 Investidas

Conforme já tratado na seção histórica, originalmente, *Venture Capital* é uma categoria do *Private Equity*. Para fins didáticos e para equiparação do vocábulo deste texto ao uso corriqueiro dos termos *Private Equity* e *Venture Capital*, serão estes utilizados como denominações de investimentos diferentes. O primeiro se aplica a investimentos em empresas cujo estágio seja de maturidade, enquanto o segundo é utilizado para tratar de empresas de estágio inicial de existência. Conforme será detalhado a seguir, são variados os estágios em que o *Private Equity* e *Venture Capital* podem ser aplicados.

A denominação de *Venture Capital* indica sua característica mais forte, seu alto risco. *Venture* traduzido da língua inglesa para a portuguesa significa risco, derivado de *adventure*, também do inglês, significa situação com fortes emoções⁸⁵. Na prática, o *Venture Capital* é o aporte financeiro que financia empresas em estágio inicial de desenvolvimento em troca de pequena participação acionária⁸⁶.

O estágio inicial da empresa é definido por uma estrutura empresarial incipiente que necessita de aporte financeiro relativamente pequeno (*seed capital*⁸⁷), visando a implementar

⁸⁴ FENN. 1997. Op. cit. p.4.

⁸⁵ ABDI. 2011. Op. cit. p.41.

⁸⁶ ABDI. 2011. Op. cit. p.42.

⁸⁷ DEL CARO, Luciana em Coletânea de casos de *Private Equity*, 2013. Capital Aberto. P.7. Para ver exemplo brasileiro de seed capital, ler aporte da aceleradora 21212 ao site Igluu.

uma ideia ou desenvolvê-la⁸⁸. Geralmente está ligada a uma nova tecnologia ou uma abordagem mercadológica inovadora. Em se tratando de empresa que esteja em fase de testes de protótipo e de abordagens mercadológicas (*beta tests*), chama-se o investimento de *startup capital*. Essas empresas ainda não comercializam publicamente o seu produto e necessitam refinar o plano de negócios⁸⁹.

Em se tratando de empresa em transição entre o estágio inicial e o estágio maduro (estágio de desenvolvimento), os seus produtos já foram testados e encontram-se em operação, com comercialização corrente, mas em atividade incipiente. Os recursos que recebem também são *venture capital*⁹⁰. Seu risco não é tão grande quanto o das empresas do estágio anterior, mas ainda possuem limitações para conseguir outro tipo de fonte financeira senão o *Venture Capital*⁹¹. Em geral a produção é simbólica e o protótipo do seu produto é atrativo ao mercado, mas ainda precisa melhorar o produto e tornar a produção mais eficiente. Além disso, a expansão da comercialização é necessária⁹².

Empresas nos estágios analisados estão inclinadas ao recebimento de *Venture Capital*. Examinam-se a seguir empresas em estágios empresariais maduros, em que o *Private Equity* é o investimento que se mostra mais adequado. Trata-se de empresas que já estão estabelecidas, em franco processo de expansão. Seus produtos estão suficientemente desenvolvidos, já não mais existe risco técnico⁹³, a linha de produtos está bem delimitada, o seu crescimento é de mais de 25% ao ano⁹⁴. São empresas que necessitam de aporte para suportar solidamente seu crescimento rápido ou para impulsioná-lo. Essas empresas já possuem um feedback do mercado. Em relação aos estágios anteriores, seu risco não é alto e a possibilidade de obtenção de recursos financeiros por outras fontes (por exemplo, um empréstimo bancário) é maior, porém a expectativa de retorno também diminui.

Também recebem aportes de *Private Equity* as empresas com um crescimento estabilizado, marca consolidada, logística apurada, bem estruturada quanto à produção e a outros aspectos; para fins de aquisição de outras plantas ou expansão da planta atual. A

⁸⁸ PLUMMER, James L. 1987. Report on venture capital financial analysis. QED Research, Palo Alto, CA. pp.1-11 to 1-13.

⁸⁹ ABDI. P.1 Fichamento.

⁹⁰ PLUMMER. 1987. Op. cit. pp.1-11 to 1-13.

⁹¹ FENN. 1997. Op. cit.

⁹² PLUMMER. 1987. Op. cit. pp.1-11 to 1-13.

⁹³ PLUMMER. 1987. Op. cit. pp.1-11 to 1-13.

⁹⁴ ABDI. 2011. Op. cit.

empresa nesse estágio é muito utilizada como plataforma de aquisição de outras empresas⁹⁵, foi o mencionado caso da Kroton⁹⁶.

Ademais, o tipo da empresa descrita no parágrafo anterior pode ter atingido tal estágio e, ao contrário de continuar expansiva, ter mergulhado em uma crise financeira ou até mesmo em uma recuperação judicial, sendo necessário haver uma reestruturação societária ou financeira na empresa, realizada via *Private Equity*. Chama-se tal estágio *Distress*⁹⁷.

Basicamente, os investimentos em *Private Equity* são realizados por meio de aquisições de participações na empresa investida (seja por meio de ações, de cotas ou outros), de modo que a empresa investida tenha a organização gestora como participante ativa nas suas decisões e estratégias econômicas. Além disso, a organização gestora pode comprar, em conjunto com as participações, títulos de dívidas das investidas (por exemplo, debêntures), conversíveis ou não, a depender das limitações do regulamento ou da legislação. Esses títulos podem dar direito à participação da organização gestora nas decisões e definições de políticas da investida. A participação gestora pode ainda ocorrer por meio de acordo de acionistas, com termos definidos em conjunto com os sócios das empresas investidas.

A vantagem de se utilizar os *debts* e os acordos de acionistas, em detrimento da aplicação do investimento integralmente em aquisição de *Private Equities*, é de que não ocorre a diluição acionária; de forma que as organizações gestoras não se tornem grandes acionistas, a menos que os valores das dívidas conversíveis não sejam pagos até a data de vencimento desses títulos. Além de enfrentar a resistência de alguns sócios das empresas investidas, que queiram evitar a diluição acionária, o uso dos instrumentos de dívida traz consigo a segurança aos investidores das organizações gestoras. Isso porque ser credor é menos arriscado que ser sócio, pois uma dívida tem que ser paga com juros e correções, não importando o que aconteça com a empresa tomadora de capital; enquanto os dividendos dos sócios ficam, ressalvadas hipóteses específicas, a mercê do desempenho da empresa.

Outro ponto a ser tratado sobre as investidas é sobre as modalidades em que os aportes financeiros podem ocorrer: Tradicional, PIPE (*Private Investment in Public Equity*) ou Mezanino. A modalidade tradicional diz respeito à compra de cotas de sociedades

⁹⁵ FENN. 1997. Op. cit. p.28.

⁹⁶ Após o investimento da Advent na Kroton, esta voltou a adquirir mais instituições educacionais, como Unic, Unime e Fama, Faculdade União, Faculdade do Sorriso e Universidade Norte Paraná. Informação Disponível em <<http://relatoweb.com.br/kroton/14/pt/nossa-historia.html>>.

⁹⁷ LOUREIRO, Marcelo. “Energia de Sobre” em Coletânea de casos de *Private Equity*. Capital Aberto. 2013. p.22. Para ver exemplo brasileiro de Distress, ver aquisição de 22% da empresa A Geradora pela Governança & Gestão Investimentos.

empresariais de capital fechado. Por sua vez, o PIPE consiste na compra de ações de uma sociedade empresarial comercializadas em mercado público (*public buyout*). Já o Mezanino diz respeito à utilização de instrumentos híbridos de financiamento, ou seja, emissão de títulos de dívida ou ações que têm ao mesmo tempo as características de ação e de dívida (dívidas perpétuas, subordinadas, as conversíveis e ações resgatáveis ou com dividendos fixos).

O PIPE geralmente é utilizado em empresas de capital aberto de baixa liquidez (de modo que não consiga se capitalizar no mercado tradicional de *Equities*) e fluxo de caixa alto (significando que o negócio gera recursos, mas precisa ser melhor administrado). É realizado com o intuito de agregar adquirir controle da investida, parcial ou integral; e agregar valor à empresa, implementando-se melhores práticas de governança e de relações com investidores⁹⁸. O uso desse instrumento ainda diminui necessidade de diluir as participações das empresas com emissões de ações, ao invés disso, emite-se títulos de dívida.

O Mezanino⁹⁹ é a modalidade de aporte que também evita diluir em excesso as participações. Seu uso diminui o risco para o investidor, visto que traz em seus instrumentos híbridos¹⁰⁰ as melhores características da emissão de dívidas (maior segurança aos credores caso a empresa não obtenha êxito em sua empreitada) e da emissão de ações (maior lucro aos acionistas, caso a empresa atinja sucesso). Esta modalidade pode ser realizada tanto em empresas de capital fechado quanto em capital aberto, por isso os instrumentos híbridos podem ser emitidos junto à emissão de cotas ou ações¹⁰¹.

Em todos os casos, podem ser utilizados mecanismos de endividamento (seja empréstimo propriamente dito, seja emissão de títulos de dívida). As operações que fazem uso dessa ferramenta são chamadas de *leveraged buyout*, ou aquisição alavancada. Nesta alavancagem, ocorre também a emissão de ações, entretanto, o uso de dívidas é feito em uma grande razão, de 30%/70% a quase 0%/100%. Este instrumento se popularizou na década de 80, com a proliferação das operações de aquisição de companhias de capital aberto¹⁰².

No Brasil, a CVM opta por limitar a quantidade de endividamento por emissão de debênture simples (o que de certa forma, retira atratividade do fundo, conforme ressalta Kate

⁹⁸ ABDI. 1997. Op. cit. pp. 32 e 72.

⁹⁹ LOUREIRO, Marcelo. “Solução sob medida” em Coletânea de casos de *Private Equity*, 2013. Capital Aberto. P.11. Para exemplo brasileiro de mezanino, ver emissão de debêntures conversíveis pela Bioenergy à Darby.

¹⁰⁰ LOBO, Carlos Alexandre, “O uso de instrumentos híbridos por companhias abertas”. Para mais detalhes sobre instrumentos híbridos. Disponível em 28 de setembro de 2016 em: <<
<https://capitalaberto.com.br/boletins/o-uso-de-instrumentos-hibridos-por-companhias-abertas/#.WBJEZfkrLIU> >>.

¹⁰¹ ABDI. 2011. Op. cit. p. 72.

¹⁰² FENN. 1997. Op. cit. p. 24.

Litvak¹⁰³). Os únicos valores mobiliários que não são participações e nem títulos de dívida conversíveis, e são autorizados a serem adquiridos em FIP's são as debêntures simples; mas, no limite de 33% do capital subscrito do fundo. Isso pode ser explicado pelo fato da debênture simples não significar nem participação e nem possibilidade de participação, e, por isso, o excesso do seu uso consistiria em desnaturação da natureza dos fundos de investimento em participação.

2.3 Veículo

Os veículos de investimento são a estrutura legal, gerida pelas organizações gestoras, que possibilita a captação e acumulação dos recursos oriundos dos investidores e, posteriormente, direcionados às investidas. Os investimentos em *Private Equity*, entretanto, podem prescindir da estrutura que contenha esse veículo e esses gestores de veículos, por exemplo, no Brasil, quando uma *Holding* ou gestores governamentais (como o BNDESPar) investem em *Private Equity*. No caso da *Holding*, os investidores tornam-se seus acionistas, de modo que possam influenciar diretamente as decisões e estratégias da empresa controlada pela *holding*. Já no caso dos gestores governamentais, o investimento e o controle podem ser exercidos diretamente pelos investidores. Ressalta-se que, como visto, as estruturas podem variar bastante, entretanto, a estrutura estudada nesse texto é o FIP.

As estruturas legais são escolhidas pelos investidores de acordo com vários aspectos, sobretudo financeiros e tributários. O modelo mais utilizado a nível global é a *Limited Partnership* (já tratado na seção anterior). No Brasil, o veículo mais comum é o Fundo de Investimento em Participação (FIP), e, pelo fato de ter vida limitada, pouca liquidez do capital já comprometido ao fundo, e efetiva ingerência do gestor do veículo nas empresas investidas, é a figura jurídica brasileira mais semelhante à *limited partnership* americana¹⁰⁴.

Apesar dessas semelhanças, a normatização brasileira trata o FIP não como uma sociedade, mas como um condomínio fechado; apesar de haver divergências sobre essa classificação, representadas pela parte da doutrina que afirma ser a natureza do FIP de sociedade, e não de condomínio; conforme será mais bem detalhado na seção 4.1.1, relativa à regulamentação do FIP.

¹⁰³ LITVAK, Kate. *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*. University of Texas, 2004.

¹⁰⁴ ABDI. 2011. Op. cit. p. 42.

Também estão presentes algumas divergências entre os dois institutos, dentre elas, a possibilidade negocial das *limited partnerships*, visto que são constituídos por contratos elaborados pelos dois sócios; diferentemente dos FIP's, que são constituídos via regulamento elaborado exclusivamente pelos administradores dos fundos, que somente sofrem imposições, no que concerne à elaboração dos contratos, por parte da CVM. Nesta última situação, cabe aos cotistas somente aderir ou não o regulamento, ou seja, o aderente não faz contrapeso na elaboração das regras privadas que vão gerir a relação, surgindo disso, a necessidade da imposição, por parte da CVM, de limites e requisitos à elaboração do regulamento. Além dessa divergência, pode-se listar a responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo, que é dos investidores (cotistas), enquanto na, *limited partnership*, a responsabilidade por patrimônio líquido negativo é dos gestores (*general partners*).

Em se tratando de controladoras das organizações gestoras desses veículos de investimento, nos EUA, são majoritariamente firmas de *Private Equity* independentes, ou seja, não pertencem a nenhum grupo empresarial (*corporate venture*) ou a uma instituição financeira. No Brasil, apesar de haver dominância das instituições financeiras com relação a fundos em geral, quando a GV-CEPE analisa o mercado específico de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, constata que há predomínio de firmas independentes (73%)¹⁰⁵, embora também haja grande participação de bancos e empresas no ramo.

Para se escolher um determinado veículo, em linhas gerais, são utilizados os critérios de avaliação como: tratamento tributário; segurança jurídica; governança corporativa; organização de conselhos (administrativos, fiscais, dentre outros); organização do comitê de investidores (influência do investidor na política do fundo de *Private Equity*) e de gestão (influência exercida pelo gestor nas empresas); vantagens dos termos dos contratos; apetite do investidor por lucros (por exemplo, aquele mais ávido opta pela compra de *equity*; o mais conservador, por compra de títulos de dívida)¹⁰⁶.

2.4 Gestores e administradores

¹⁰⁵ ABDI. 2011. Op. cit. pp. 83 e 136. “No Brasil, verifica-se a existência de um modelo empreendedor que caracteriza a indústria, dada a concentração de 73% das organizações gestoras na categoria independentes”, que são as que “não pertencem a nenhuma instituição financeira ou grupo empresarial e possuem equipe de gestão (os chamados gestores de *Private Equity* e *Venture Capital*) totalmente independente. Essas organizações têm seu capital fechado ou, em alguns casos, aberto em bolsa de valores. A estrutura independente de capital fechado e a categoria mais típica de organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* ao redor do mundo e se caracterizam por captar e gerir recursos de terceiros. São gestores de investimentos em ativos financeiros (excluídos os *hedge funds*) que possuem alocação específica de sua carteira e equipes profissionais designadas para gerir exclusivamente os investimentos de PE.”.

¹⁰⁶ ABDI. 2011. Op. cit. p. 75.

Nos FIPs, os gestores e os administradores são profissionais incumbidos de diferentes tarefas. Cabe ao gestor prospectar investidores e investidas, estruturar e monitorar investimento, fazer parte da gestão das investidas, e desinvestir no *timing* correto. Já o administrador cuida da gestão e organização do fundo, monitora o desempenho dos gestores, contabiliza e paga as remunerações e despesas, é responsável pela contabilidade e valoração das cotas do fundo¹⁰⁷. Geralmente os gestores fundam o veículo e delegam as questões administrativas a profissionais contratados.

Os gestores e os administradores, numa *limited partnership*, são o mesmo profissional. São os chamados *venture capitalists* ou *general partners*¹⁰⁸. São dotados de direitos de decisão e de propriedade sobre ativos da empresa¹⁰⁹.

Nas *limited partnership*, os *general partners* são inteiramente responsáveis pelo fundo ou empresa de investimento. Sua remuneração é feita com base em taxas de administração e taxa de performance, conforme será detalhado mais adiante. Seu conhecimento e expertise na área em que as empresas investidas atuam aumentam suas chances de identificar bons ativos, e, por conseguinte, agregam significativo valor à empresa¹¹⁰.

Nas *limited partnership*, os *limited partners* respondem apenas financeiramente e no limite de suas respectivas participações. Já os *general partners* têm responsabilidade plena pelos atos do fundo.

No Brasil, a jurisprudência indica que devem ser responsabilizados aqueles que possuem o poder da decisão que causou danos e o tenha utilizado indevidamente (descumprindo o regulamento do fundo ou as leis aplicáveis, por exemplo, as instruções normativas da CVM e as Lei das S.A.'s), ou seja, trata-se de uma responsabilização subjetiva, na qual se analisa culpa e nexo de causalidade; e, disso, não há dúvidas na assentada jurisprudência. Cumpre-se ressaltar que, caso não seja descumprida nenhuma lei ou o regulamento do fundo, o eventual patrimônio líquido negativo do fundo é de responsabilidade dos cotistas (IN CVM 555), na medida das proporções de suas respectivas cotas. Essa questão da responsabilidade será mais bem tratada nas seções 4.1.2 e 4.1.7.

2.5 Mercados emergentes e segurança jurídica

¹⁰⁷ ABDI. 2011. Op. cit.

¹⁰⁸ FENN. 1997. Op. cit.

¹⁰⁹ SAHLMAN. Op.cit.

¹¹⁰ ABDI. 2011. Op. cit. p.41.

Nos mercados emergentes, a atratividade pelos maiores retornos do *Private Equity* faz com que o fluxo de investimentos cresça. A expansão do mercado consumidor e desregulamentação de setores econômicos estão entre fatores que suportam tal atratividade¹¹¹.

Pesquisadores na área de *Private Equity* ressaltam que, com relação a esses mercados, a debilidade no modelo governança corporativa predominante na região onde se quer investir, o *low enforcement* de contratos corroborado pelo sistema legal e mercados de capitais ainda não maduros são elementos desfavoráveis ao aprimoramento da indústria. Ou seja, independentemente da qualidade dos contratos firmados, a aplicação de *Private Equity* em países emergentes sofreu dificuldades pela ausência de instrumentos legais para forçá-los diante de conflitos de agência¹¹².

Dentre esses elementos desfavoráveis, aproveita-se ao texto aquela dentro da segurança jurídica no âmbito contratual, qual seja, o *low enforcement*. Essa debilidade pode levar à necessidade de maiores gastos para se investir em *private equity*, visto que a alternativa para mitigá-lo seria adquirir o controle acionário da empresa investida, ao invés de optar pelo uso de complexos contratos que não garantiriam a coercitividade do acordo¹¹³.

Apesar do Brasil ser classificado como um país emergente, a tendência de adquirir o controle das empresas investidas não se verifica. Apenas 28,5% dos gestores entrevistados, no 2º Censo da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, consideraram essencial a aquisição da empresa para a efetivação das operações de *Private Equity*¹¹⁴, o que pode ser um bom indicativo de que o país não se enquadra, pelo menos a priori, nesse quadro negativo de *low enforcement* em *Private Equity* apontado. O que significa que os contratos são dotados de eficácia.

Face à centralidade do contrato nas relações de *Private Equity* e *Venture Capital*, e da sua utilidade no país, é essencial estudá-lo, por isso, adiante, suas principais provisões serão abordadas com maiores detalhes.

¹¹¹ LERNER, J; LEAMON, A. A Note on Private Equity in Developing Countries. 9-208- 037. Rev: January 2, 2008. Apud SANTOS. 2008.

¹¹² SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. Análise de contratos de *Private Equity* & *Venture Capital*: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de *Private Equity* e *Venture Capital* e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro. 2008. p.14

¹¹³ SANTOS. 2008. Op. cit. p.15.

¹¹⁴ ABDI. 2011. Op. cit.

3 RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES E GESTORES

Na indústria do *Private Equity*, as principais relações entre os atores são as existentes entre o investidor do fundo e os gestores dos fundos, e entre os gestores do fundo e as empresas investidas. Em ambas observam-se choques de interesses que merecem ser examinados e desenvolvidos. Entretanto o foco deste texto incide sobre a primeira relação. Nesta, o agente (No FIP, é o gestor do fundo; nas *limited partnership* é o *general partner*) age pelo principal (investidor; nos FIP's, são os cotistas ou condôminos; nas *limited partnership*, são os *limited partners*), ou seja, em tese, deveria conduzir os negócios inteiramente de acordo com os interesses do investidor.

Nesse sentido, a doutrina norte americana, ao estudar a *limited partnership*, aponta que o *Limited Partner* deve se salvaguardar de eventuais oportunismos desferidos pelos *General Partners*, como, por exemplo, não destinar tempo adequado monitorando as empresas investidas, impor elevadas taxas de administração, incorrer riscos desnecessários/indevidos sem fazer a devida avaliação do risco ajustado ao negócio, reservar oportunidades de investimento melhores para eles mesmos e para seus associados¹¹⁵.

Por outro lado, os *General Partners* querem formar um bom histórico profissional (*track record*), para conseguir novos investidores no futuro, e, para isso, intentam demonstrar um bom desempenho para o público. Ao mesmo tempo, querem lucrar com o fundo em que trabalham e examinar possibilidades para os futuros fundos. O problema surge quando os gestores, para atender a esses interesses, utilizam práticas oportunistas (como evasão de trabalho do fundo atual ou manipulação de informações que vão ao público) prejudiciais ao fundo atual.

Cabe, pois, ressaltar que os investidores aportam, por longo prazo (em média, 10 anos), seus recursos nos veículos de investimento, que, por sua vez, são geridos pelos gestores, responsáveis por direcionar o capital às empresas com potencial de crescimento. Ocorre, entretanto, que, na prática, o poder da discricionariedade do agente, decorrente da assimetria de informações entre as partes, possibilita a ele que aja em seu interesse, em detrimento das ganas do investidor, o que pode gerar os conflitos de agência¹¹⁶.

A mitigação desses conflitos pode ser dada pelas normas estatais ou não-estatais, ou pela confecção de contratos, que regem predominantemente as relações de *Private Equity*.

¹¹⁵ FENN. 1997. Op. cit.

¹¹⁶ ABDI. 2011. Op. cit. p.231.

Nesta seção, serão estudados os principais conflitos potenciais entre investidores e gestores – conflitos narrados por Lee Harrys, Birdthistle, Douglas Cumming e Saint-Clair --, abordando-as também sob a perspectiva contratual. Já as normas brasileiras concernentes a cada um desses conflitos serão estudadas nas próximas seções.

3.1 Estrutura contratual e conflitos nas relações entre investidores e gestores do fundo

A teoria da agência é uma corrente teórica que estuda a relação entre agentes e principais, inclusive o papel do contrato no alinhamento de interesses visando à prevenção e solução das relações de conflitos entre agentes e principais. Seus teóricos e pesquisadores apontam que o contrato constitui direitos e deveres dos acionistas, gestores, investidas; bem como cria o veículo de investimento, e define o seu funcionamento, alinhando interesses entre as partes envolvidas¹¹⁷.

Os dois principais mecanismos de alinhamento de interesses são os incentivos à performance e o controle direto, que serão estudados com maior profundidade nos seguintes subtópicos¹¹⁸.

Na análise de La Porta¹¹⁹, encina-se que o contrato de *Private Equity* possui naturalmente o caráter incompleto, ou imperfeito¹²⁰, pois não é possível prever no contrato todas as situações de conflitos que irão ocorrer ao longo da vida do fundo de PE, que vigora, em média, por 10 anos. Isso ocorre, dentre outros motivos, em virtude da incerteza dos eventos futuros e da assimetria de informação existente interpartes quando da confecção de contratos¹²¹. O que se faz diante da incerteza do porvir é criar mecanismos de decisão a serem cumpridos ulteriormente à confecção dos contratos.

Os conflitos surgidos são entendidos a partir dos três elementos caracterizadores da relação entre investidor e gestor: a centralização de decisões no quadro de diretores; a responsabilidade limitada; e o dever de cuidar. A primeira é observada no protagonismo do quadro de gestores dos fundos quanto às decisões estratégicas de investimentos. A segunda, na impossibilidade do *Limited Partnership* agir ou ser parte de contrato em nome do fundo, não podendo negociar, desinvestir, decidir pelo IPO das investidas; papéis incumbidos ao

¹¹⁷ HARRYS, Lee. 2010. A Critical Theory of Private Equity.

¹¹⁸ FENN. 1997. Op. cit.

¹¹⁹ LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert; “*Law and Finance*”, Journal of Political Economy, Vol. 106, NO.6. Dec1998, pp. 1113-1155.

¹²⁰ AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. 1992.

¹²¹ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

General Partner, que possui o dever de cuidar dos objetivos da comunhão de recursos financeiros. Qualquer um que tome suas decisões pode ter a responsabilidade limitada quebrada, se assim previsto na legislação do Estado¹²².

A principal decorrência dessas características são conflitos de interesses¹²³ por desconfiguração da proposta original, como a alocação de profissionais-chave no pool investido, a estrutura da remuneração do gestor e a utilização de somente um veículo ao longo da vida do atual fundo, a evasão de tempo de trabalho que deveria ser destinado ao fundo. Ao estudar as relações e os provimentos contratuais concernentes, a compreensão desses conflitos fica mais clara, conforme será visto a seguir.

3.1.1 Vida limitada e direito ao saque

A fim de evitar que as organizações gestoras detenham os recursos do investidor de maneira perpétua, os contratos têm cláusulas que preveem tempo de vida limitado ao pacto de investimento¹²⁴. Ademais a medida preserva o direito que o investidor possui de avaliar com maior precisão o desempenho final do gestor, visto que, quando do retorno de seu capital, as demonstrações financeiras são mais palpáveis e detalhadas. Isso lhe permite exercer a sua liberdade de reinvestir ou não na comunhão de recursos gerida pelos mesmos gestores.

Geralmente limitado a dez anos prorrogáveis por três¹²⁵, mas, a depender da postura dos gestores, o contrato pode ser encerrado com antecipação em casos específicos previstos em contrato¹²⁶, materializando-se destarte o direito ao saque, que permite ao investidor recuperar seus recursos. As hipóteses de retomada do capital ocorrem quando são executados atos de gestão sem previsão contratual¹²⁷. No Brasil, a IN 578 da CVM, norma que regula os FIP's, obriga os regulamentos de cada fundo a dispor sobre as hipóteses de liquidação do fundo, em seu art. 9º, XXI.

A possibilidade da prorrogação decorre de evolução do contrato no sentido de mitigar conflitos de agência proporcionados pela existência de fatores exógenos prejudiciais ao lucrativo desinvestimento. Por exemplo, em caso de desinvestimento via IPO, se o mercado estiver desaquecido em virtude de uma crise de crédito repentina, os preços ofertados pelas

¹²² HARRY. 2010. Op. cit.

¹²³ ABDI. 2011. Op. cit. p.264.

¹²⁴ SAHLMAN. 1990. Op. cit. cap. 5.1.

¹²⁵ SAHLMAN. 1990. Op. cit. p.19.

¹²⁶ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

¹²⁷ SAHLMAN. 1990. Op. cit. cap. 5.1.

ações da empresa não serão condizentes com criação de valor que lhe fora agregado pelos *Private Equity*¹²⁸.

No Brasil, instrução normativa reguladora dos FIP's define como obrigatória a disposição em regulamento do prazo para as aplicações a partir de cada integralização de capital ao longo da vida de cada fundo (art. 9º, IV). No inciso XIV, do mesmo dispositivo, estabelece que o regulamento deve dispor sobre o tempo de vida do fundo e sobre as condições sob as quais ele pode ser prorrogado.

Segundo Lee Harrys, o tempo limitado do fundo pode produzir uma série de problemas de agência. Por exemplo, estando a organização gestora incumbida de gerir um determinado pool de investimentos cujo tempo de vida seja limitado, pode se ater excessivamente em levantar recursos para um próximo fundo, de modo que não fique financeiramente desamparado na transição entre fundos, preterindo assim o fundo atual. Além disso, a fim de demonstrar que sua gestão surtiu efeito positivo, pode proceder a desinvestimentos imaturos para incrementar seus números próprios, beneficiando assim seu próximo *fundraising*.

O autor elenca também soluções para mitigar a evasão de trabalho do gestor, qual seja, impor exclusividade de fundo a que o gestor se dedica, até que se atinja uma determinada porcentagem do capital comprometido investida. Apesar de apresentar esta solução, reconhece que o gestor, diante deste quadro, a fim de atingir rapidamente a porcentagem que o limita, pode escolher as investidas a toque de caixa, prejudicando destarte a qualidade dos investimentos.

Apesar do seu cetiscimo, Lee Harrys vê uma possibilidade eficiente de mitigar conflitos entre gestores e investidores, qual seja, a de empoderar os investidores, atribuindo-lhes a possibilidade de participar das decisões tomadas pelos gestores. O que, no Brasil, tem sido incentivado pela CVM. A autarquia incentiva por meio do fortalecimento da Assembleia dos Cotistas, apontando-lhes competências privativas com relação a algumas tarefas nos fundos de investimento, por exemplo, alterar a política de investimento do fundo, o regulamento do fundo, os quóruns qualificados, bem como a destituição de administradores e gestores.

3.1.2 Processo de investimento e desinvestimento

¹²⁸ HARRYs. 2010. Op. cit.

Quando se firma o contrato, um valor total a ser investido ao longo da vida do fundo de investimento é comprometido por cada investidor. No Brasil, em média 5% do capital comprometido¹²⁹ é dado no início e o restante é dado à medida que o comitê de investimento aprova aportes a investidas. Todo o procedimento é definido em contrato, onde também podem ser previstas penalidades -- como diminuição do ganho de capital ou a da sua participação -- com o intuito de evitar que o capital comprometido não seja devidamente disponibilizado quando solicitado.

No contrato, também está presente a cláusula que estipula prazo para a realização dos investimentos¹³⁰. Este limite visa a acelerar o processo de investimento, o que é adequado para ambos os lados. Trata-se de um mecanismo de incentivo ao administrador e de defesa do investidor. Este prazo é extensível, caso haja permissão do comitê e do estatuto.

Seguindo basicamente a mesma lógica, também existe prazo para desinvestimento¹³¹. Este se dedica a evitar a insistência da organização gestora em determinados negócios infrutíferos, além de impedir a perpetuidade da transferência. Indiretamente, este prazo ainda preserva o direito à avaliação mais detalhada do desempenho do gestor, de modo que se possa exercer o direito à liberdade de reinvestimento com maior precisão.

O maior problema dos prazos de investimento e desinvestimento consiste em fazer com que o administrador acelere os atos de gestão, mesmo que haja fatores estratégicos que não estejam o mais favorável possível aos interesses dos investidores. Por exemplo, se o prazo para desinvestimento terminar em setembro, mas houver uma crise financeira no estado em julho do mesmo ano, tornando baixo o valor de desinvestimento, não refletindo destarte a verdadeira criação de valor realizada na empresa.

A solução para mitigar os problemas listados seria fazer o uso da prorrogação dos prazos, ainda assim, Lee vê de maneira cética tais soluções, pois a prorrogação não necessariamente extirparia o problema em epígrafe, visto que, por exemplo, o quadro de crise econômica ao qual a empresa se inseriu ainda não foi afastado, o que torna a prorrogação de prazo ineficaz.

Outra questão concernente aos problemas gerados no âmbito do investimento consiste na desagregação de investimento por parte das organizações gestoras. Este fenômeno tem

¹²⁹ ABDI. 2011. Op. cit. pp. 238 e 239.

¹³⁰ ABDI. 2011. Op. cit. pp. 246-249.

¹³¹ HARRY. 2010. Op. cit.

como exemplo o ato de gestão de carteiras que investe¹³² ao mesmo tempo em ações e em instrumentos de dívidas emitidos (i.e. debêntures) pela empresa; ou investe em múltiplas rodadas¹³³ de investimento (sobretudo em *down-round*¹³⁴) de uma mesma empresa investida. Em face destes investimentos desagregados, em determinado momento, o *general partner* pode ter de defender interesses opostos. Por exemplo, se tiver que atuar em prol tanto dos interesses da investida (visto que exerce sua participação, inerente ao instrumento de *Private Equity*) quanto dos gestores e investidores, o que torna latentes conflitos entre eles¹³⁵.

Vale lembrar também que os conflitos não se restringem aos cotistas, pois os fundos podem ser publicamente comercializados. A diferença é que os *shareholders* estão atentos à variação de preço das ações, enquanto os *limited partners* aos lucros do desinvestimento. Por conseguinte a compensação também é diversa, uma baseada na alteração de preço de ações; a outra, na diferença entre desinvestimento e investimento, que impactará em levantamento de recursos para seu próximo fundo em PE. Vale ressaltar que a ameaça de litígio é mais provável ser oriunda dos *shareholders*, pois o ambiente em que atuam possuem normas fiduciárias mais severas¹³⁶.

¹³² Um exemplo dessa situação é a compra da empresa ALLTEL CORP. pelas empresas de *Private Equity* TPG e GOLDMAN. O total compra foi de 24,7 bilhões de dólares, dos quais 3,2 bilhões saíram das compradoras, e 21,5 bilhões foram emitidos por quatro bancos sob a forma de instrumento de dívidas. Posteriormente, com o advento da crise de 2008, houve congelamento de crédito no mercado, e os bancos começaram a vender seus títulos de dívida por um valor descontado, tendo a TPG sido uma das compradoras. Dessa forma a TPG passou a ser, ao mesmo tempo, investidora de *private equity* na empresa investida, representando um determinado grupo de *limited partners*, e investidora em dívida da mesma empresa, representando outro grupo de *limited partners*; defendendo assim interesses diferentes.

¹³³ Múltiplas rodadas permitem aos investidores conduzir melhor seus investimentos estando mais em contato com o negócio, exigindo e estimulando as empresas a darem feedback. Essa medida serve à redução da assimetria de informações entre investidores/gestores e investidas, à resolução de incertezas de mercado, e ao gerenciamento de riscos. As vantagens dessa estratégia, dentre outras, são a do corte de custos pelo *General Partners*, isso, além de aumentar a sua performance, mitiga efeitos prejudiciais à sua reputação em caso de eventual falha em uma *leveraged buyout*. Para os *Limited Partners*, entretanto, as desvantagens são a proteção adquirida pelo *General Partners* a um baixo custo e às expensas dos recursos dos investidores, que continuam financiando as operações. Além disso, o dever fiduciário do *General Partners* de gerar o máximo de lucro talvez se prejudique caso tenha de defender posições opostas enquanto portador de diferentes recursos em diferentes partes da estrutura de capital da empresa investida; sendo cada um desses recursos pertencente a diferentes pools de investimento com diferentes *Limited Partners* financiadores em cada pool.

¹³⁴ Os investimentos são realizados não só quando as coisas vão bem em uma empresa-alvo, mas também nos down rounds. Neste caso, a organização gestora investiu em larga escala em *equities* da investida, porém, com o passar do tempo, esta precisa de mais recursos para continuar o seu projeto até conseguir empréstimo adicional por outra via ou atingir um nível de desenvolvimento passível de realização de um IPO. O primeiro problema é que, nesses casos, os gestores da empresa de *Private Equity* já exercem influência no quadro de diretores da investida, representando, em teoria, os interesses desta; mas, ao mesmo tempo, representam os interesses da empresa de *Private Equity*, como emprestadora. O segundo consiste no uso de diferentes pools de investimento pertencentes a diferentes *Limited Partners* para fazer os investimentos, criando assim interesses antagônicos, os quais terá que defender.

¹³⁵ BIRDTHISTLE, William A. & HENDERSON, M. Todd. One hat too many? Investment Desegregation in Private Equity. 2009.

¹³⁶ BIRDTHISTLE & HENDERSON. 2009. Op. cit

As melhores soluções para estes conflitos latentes entre investidores, segundo Birdthistle, são: (i) obter unanimidade entre investidores; (ii) optar por consentimento contratual e isenção de responsabilidades quando da realização do acordo entre investidor e gestor; (iii) o fortalecimento de um mercado secundário de cotas de *Private Equity*; (iv) a diversificação em investimentos intrafundos ou interfundos.

Com relação à primeira solução, para alcançá-la, é necessário que os investidores do segundo *round* de investimentos na mesma empresa sejam os mesmos do primeiro, e que suas participações sejam voluntárias e com provimento máximo de transparência e informação. Além disso, é preciso convencer os investidores a aceitar o investimento, tarefa difícil, visto que, pensando em termos econômicos, seria mais rentável para investidores aplicar recursos em firmas de *private equity* especializadas em investimento de título de dívida, ou seja, seria melhor que eles mesmos diversificassem seus investimentos¹³⁷.

Outra dificuldade encontrada por esta primeira solução ocorre quando parte dos investidores podem ter limites financeiros para empregar tais investimentos. Limitação oriunda da genuína falta de fundos ou de vinculação de investidores institucionais a regulamentos próprios e a normas estatais. Por exemplo, um fundo de *endowment* pode ter uma porcentagem restrita para investir em instrumento de dívida. Uma solução para esse problema é reduzir o volume de capital comprometido da empresa investidora, a ponto de fazer possível o investimentos no *down-round*¹³⁸.

Quanto à segunda solução consiste em uma saída privada embasada em diálogo e acordo claro prévio à assinatura do contrato. Para isso, é necessário que, quando for dada ao investidor a oportunidade de investir em um fundo com potencial conflito, sejam-lhe fornecidas informações suficientes para que tome uma decisão consciente, e componha um acordo prévio no sentido de evitar conflitos. Após essa etapa, o investidor concordaria em isentar o GP de algumas responsabilidades específicas, e, por outro lado, o GP se comprometa a não investir em situações que gerem potenciais conflitos¹³⁹.

Essas medidas estão intrinsecamente ligadas ao monitoramento dos gestores pelos investidores e aos acordos contratuais. Por isso são saídas mais prováveis quando os investidores são sofisticados e capazes de figurar por eles mesmos como forte polo no pacto contratual¹⁴⁰.

¹³⁷ BIRDTHISTLE & HENDERSON. 2009. Op. cit.

¹³⁸ BIRDTHISTLE & HENDERSON. 2009. Op. cit.

¹³⁹ BIRDTHISTLE & HENDERSON. 2009. Op. cit.

¹⁴⁰ BIRDTHISTLE & HENDERSON. 2009. Op. cit.

3.1.3 Compensação, Distribuição e Contribuição

Dentre as formas de alinhar interesses, adquire destaque a remuneração dos gestores¹⁴¹. Este incentivo é tradicionalmente dividido em taxa de administração (*management fee*) e taxa de performance (*carry fee*). A primeira é uma porcentagem do capital comprometido que é destinada ao pagamento de parte fixa e periódica da remuneração dos gestores. A segunda consiste em uma porcentagem recebida pelo gestor calculada com base no lucro do fundo.

Enquanto o investidor almeja vincular a maior parte da remuneração do gestor à performance, o gestor argui que a parte extrínseca ao bom trabalho (por exemplo uma crise econômica) pode desvalorizar o comprometimento do gestor. Na prática, a taxa de administração é paga anualmente e gira em torno de 2,5% do capital investido, enquanto a taxa de performance é calculada em 20% sobre os lucros. Ambas podem ser pagas na forma de ativos, dinheiro ou ambos.

A remuneração sendo maciçamente realizada por *Carried Interest* pode fazer com que os gestores tomem arriscados investimentos, pois, apesar de serem chamados a contribuir com 1% do capital às vezes (com a finalidade de também terem algo a perder caso a performance do fundo seja mal sucedida), não têm a perder a mesma proporção que podem ganhar. Essa possibilidade de oportunismo do gestor pode ser mitigada pela possibilidade de saída dos investidores caso considerem excessivo o risco plausível de investimento, o que equivaleria ao descumprimento contratual, justificando a saída do investidor sem a necessidade de pagamento de altas multas.

O problema dessa mitigação é o de, para provar a necessidade da quebra do contrato, é necessário calcular o risco/oportunidade e provar que os atos de gestão foram patentemente negligentes, imprudentes ou imperitos, o que é uma tarefa difícil. Vale observar que essa necessidade de prova existe para evitar que a possibilidade de saída seja utilizada abusivamente pelos investidores, que podem acioná-la sem a devida necessidade apenas para se eximir das punições de uma retirada de investimento sem justificativa¹⁴².

Ainda a título de se evitar a tomada de risco excessivo, limita-se o volume de capital que pode ser investido em uma única empresa, o que obriga o gestor a diluir os riscos de

¹⁴¹ HARRYS. 2010. Op. cit.

¹⁴² SAHLMAN. 1990. Op. cit.

investimento em vários negócios, evitando que o insucesso de um único negócio prejudique a todo o investimento.

A taxa de administração pode ter a sua base de cálculo fixa ou variável ao longo da vida do fundo. A fixa pode ter como base o capital comprometido, o capital investido, o capital investido líquido ou o patrimônio líquido. Na variável, altera-se a base de cálculo ao longo da vida do fundo, a fim de maximizar o alinhamento de interesses, pois, por exemplo, o pagamento de uma porcentagem alta no final da vida fundo, quando o gestor já não trabalha bastante, pode ser vista como injusta pelos investidores¹⁴³.

Chama-se *flat fee* a remuneração cujo cálculo é feito em concordância com a ocupação do administrador, ou seja, diminui ao longo da vida do fundo, visto que, à medida que a vida do fundo chega ao fim, os desinvestimentos vão sendo realizados e os administradores ficando desocupados. Para que a taxa de performance se mantenha atrativa, por vezes se altera a base do cálculo ou a alíquota da taxa ao longo da vida do fundo.

As *management fees* podem diferir entre os investidores. Por exemplo, os grandes investidores arguem que sua entrada no fundo reduz o custo de com consultorias especializadas (caso o fundo tenha conhecimento prévio na área investida) e com levantamento de recursos, visto que o montante investido por grandes investidores (por exemplo, fundos de pensões) suprem a necessidade de procura por mais investidores.

Os problemas dessas definições de base de cálculo são semelhantes. Pode-se dar como exemplo a seguinte situação. Quando a base de dados recai sobre o valor de portfólio, a remuneração inicial seria baixa e os gestores teriam motivos para investir rapidamente, sem a devida diligência, a fim de incrementar a sua porcentagem rapidamente. Outro exemplo se dá quando o capital comprometido é utilizado como base de cálculo e os gestores se ocupam mais em angariar investidores adicionais, ao invés de focar em selecionar boas empresas e agregar-lhes valor.

A taxa de performance, por sua vez, na maioria dos casos, tem sua base de cálculo baseada na diferença entre o capital comprometido e o capital desinvestido. É aplicada com auxílio das cláusulas de *hurdle rate*, de *catchup* e de *clawback*. A primeira diz respeito a uma porcentagem de custos que deve ser atingida pela valorização do fundo antes de começar a contabilização de rendas para a taxa de performance, ou seja, a valorização dos valores das cotas do fundo geram taxa de performance somente após atingirem uma determinada meta. A

¹⁴³ ABDI. 2011. Op. cit. pp. 251-257.

porcentagem geralmente é associada à índice de preços, e é destinada ao pagamento de perdas ao *Limited Partnership*.

A segunda cláusula é um mecanismo utilizado pelos gestores para obterem parte ou o total da taxa de performance prioritariamente após atingir a *hurdle rate*. Após atingir a proporção proposta pela cláusula *catch-up*, os excedentes são direcionados aos investidores.

Antes de explicar a terceira cláusula, adentra-se à discussão sobre o timing do cálculo desta remuneração, que pode ser realizado antes do período de investimento, após o período de desinvestimento, a cada desinvestimento (“*deal by deal*”), no encerramento do veículo, dentre outros. A terceira cláusula serve aos casos em que a remuneração foi feita ao longo do fundo, porém, posteriormente, o desempenho do gestor foi insatisfatório, de modo que sua remuneração perde a justificativa de ter ocorrido em determinada proporção superior ao que de fato seria justo. Com esta cláusula, torna-se possível recuperar valores ainda disponíveis¹⁴⁴.

Outro mecanismo de alinhamento de interesse diz respeito à distribuição imediata dos valores pós-desinvestimento em cada uma das investidas do pool de investimento. Por meio dela, intenta-se evitar o oportunismo dos gestores, que, sem este limite, estariam aptos a reinvestir automaticamente os recursos desinvestidos. Neste caso, o interesse dos gestores podem ser em ter taxa de administração continuada, ao invés de perdê-la ao desinvestir¹⁴⁵.

A problemática em torno desta distribuição jaz no incentivo dado ao administrador para que evite desinvestir na hora correta, pois assim poderia obter vantagens tributárias ou remuneração continuada, desinvestindo mais tarde; ou mais cedo, a fim obter recurso em caixa ou alguma vantagem de benchmark¹⁴⁶.

3.1.4 Transparência e reputação

Outra questão que sempre está presente em provisões contratuais é a transparência do fundo e das empresas investidas. Sua existência mitiga conflitos entre os atores do investimento, e pode evitar situações como a de sobrevalorização de ativos por parte dos administradores a fim de auferir maior taxa de performance. A informação passada pelos administradores pode ser falsa ou pode ser incompleta, com informações que induziriam no mercado uma determinada percepção incorreta sobre a investida¹⁴⁷. À medida que a

¹⁴⁴ ABDI. 2011. Op. cit. p. 251-263.

¹⁴⁵ HARRYS. 2010. Op. cit.

¹⁴⁶ HARRYS. 2010. Op. cit.

¹⁴⁷ CUMMING, Douglas; GILL, Andrej; WALZ, Uwe. International Private Equity Valuation and Disclosure.

transparência das investidas aumenta, a transparência do fundo tem maior possibilidade de ocorrer. Para tanto, as provisões contratuais costumam exigir tanto das investidas (por parte dos gestores), quanto dos gestores (por parte dos investidores) relatórios periódicos¹⁴⁸.

O cumprimento de certos requisitos de transparência e do cumprimento das provisões contratuais concernentes é fator importante para estabilizar reputação das organizações gestoras¹⁴⁹, que dependem disso para conseguir investimentos em novos fundos. Manter bem delimitadas as informações (como balanço contábil) de cada um dos investimentos do pool é uma das medidas de transparência que trazem boa reputação, visto que permite aos investidores analisar a performance do fundo com maior precisão, comparando-os individualmente com as condições de mercado e com outros fatores. Um *blend* de diferentes negócios em diferentes estágios, sem que haja informações específicas sobre cada um deles, torna a sua análise pelo mercado difícil.

Manter a discriminação das despesas separada da dos investimentos é outro fator que contribui para a transparência. É essencial que o mercado constate a quantidade de capital consumido do investimento em salários de administradores e outros custos, e compará-los aos das demais *partnerships* também¹⁵⁰.

Em geral tomada de decisão é do gestor. Ele prospecta, analisa, negocia e estrutura investimento; além de apresentar propostas ao comitê. A depender do acordo, o investidor pode apresentar vetos por meio de comitês de investimento. Estes, por sua vez, podem ser participativos ou não participativos (*blind pool*). A possibilidade de veto evita desvio do foco original do fundo, por exemplo, investimentos em empresas atuantes em setores econômicos que não são prioritários segundo o contrato.

A primeira etapa é o levantamento de recursos (*fundraising*), assaz custosa. Envolve apresentação para investidores e conselheiros de investidores. A reputação pode facilitar a vida dos administradores nessa tarefa. Os investidores, por sua vez, têm seus métodos de avaliação de performances passadas (qualitativos e quantitativos), ou podem optar por contratar consultores especializados em medir a performance de gestores (consultores externos). Além disso, pode-se consultar outros LPs que já tiveram contato com o GP ora analisado¹⁵¹.

¹⁴⁸ SAHLMAN. 1990. Op. cit. p.20.

¹⁴⁹ FENN. 1997. Op. cit.

¹⁵⁰ FENN. 1997. Op. cit.

¹⁵¹ FENN. 1997. Op. cit.

No Brasil, constata-se exemplos claros de que a falta de transparência pode causar conflitos. No Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2009/6757, é relatado o caso em que um determinado fundo se apresentava com baixas taxas de administração para investimento. Após o *fundraising*, o fundo passou a adquirir cotas de outro fundo, cujas taxas eram significativamente mais robustas, tendo, destarte, o investidor sido lesado, visto que a escolha desses fundos investidos pelos gestores foi feita sem nenhuma transparência e prestação de informações adequadas. A indenização, nesse caso, foi cabível.

Em outro Processo Administrativo Sancionador, nº CVM RJ 22/2003, os investidores do fundo tinham o perfil de investimento conservador, o que foi descumprido pelos gestores do fundo, que passaram a investir de maneira diversa do que era esperado pelos cotistas. A indenização, nesse caso, também foi cabível.

3.1.5 Alternativas para o conflito

Para esses conflitos, existem variadas saídas contratuais ou extracontratuais, como a destituição de sócios pelos investidores -- a depender do nível de influência destes investidores -- (tabela 6.32), a liquidação antecipada da *partnership*, a opção por câmara de arbitragem ou justiça comum. Tanto a liquidação antecipada, quanto a destituição ou substituição de um sócio como forma de sanção ocorre quando da deliberação por maioria qualificada dos cotistas (contagem feita em cotas) e exige descumprimento de dever específico previsto em contrato ou exigido em norma.

Para utilizar a câmara de arbitragem, as partes devem ter firmado acordo, transcrito no contrato sob a forma da cláusula de arbitragem. A partir daí, o litígio não mais ocorre na justiça comum, senão na câmara eleita.

Na análise de Lee, a saída heterocompositiva, quando exige que a quebra do dever de cuidado só ocorra mediante grosseira negligência, imperícia ou imprudência, é invalidada como método satisfatório de coação do gestor para a prática de bons atos. Por outro lado, promover facilidades à quebra do dever de cuidado pode incentivar o abuso do direito à saída do comprometimento do capital, sem pagar as devidas taxas.

Diante deste quadro, Lee Harrys sugere que a melhor solução pra esse imbróglio é dar direito aos investidores para participar de decisões estratégicas do fundo¹⁵². De forma semelhante, Douglas Cumming ressalta a importância da alternativa do monitoramento contínuo dos investidores sobre os gestores.

Em linha com esses pensadores, soluções também são propostas pela Professora Ana Frazão¹⁵³, que sintetiza mecanismos de Hansmann e Kraakman, denominados estratégias de governança, que minoram conflitos de agência. São elas o reforço do poder que os cotistas têm de destituir administradores; o reforço do poder do cotista em intervir na administração, votando, iniciando ou ratificando decisões administrativas; estratégias de incentivo que busquem lealdade dos gestores por meio de retornos financeiros; e a estratégia do *trusteeship*, que consiste em utilizar um agente público ou privado desinteressado como trustee para aprovar determinados atos de gestão, responsabilizando-se por eventuais prejuízos a terceiros.

Sob perspectiva diversa, Saint-Clair trata de algumas ações que mitigam os conflitos entre gestores e investidores. Uma delas é a segregação das funções do gestor e do administrador, fenômeno conhecido como *Chinese wall*. O instituto proporciona a clara delimitação de competências e responsabilidades, por exemplo, para guardar determinadas informações sigilosas do fundo. Isso possibilita a redução de profissionais em contato com informações secretas, o que reduz o risco de vazamento de estratégias dos gestores. Ademais, sendo as competências bem definidas, resta evidente o funcionamento do controle interno da atividade do gestor (*compliance*), tendo este que agir de acordo com o regulamento do fundo. Por fim, é medida eficaz para divisar o patrimônio do administrador daquele do veículo.

Outra saída possível é a da auto-regulação, que é um grupo de entes que se associam e estabelecem as normas que vão cumprir entre si. No Brasil, toma-se como exemplo os da Associação Brasileira de Entidades dos Mercados de Capitais (ANBIMA), Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) e a bolsa de valores BM&F Bovespa, que criaram um código obrigatoriamente seguido pelos seus mais de trezentos associados. Este código estabelece parâmetros de transparência e padronização de procedimentos, promove a credibilidade da indústria brasileira e o aumento dos padrões éticos e fiduciários praticados nela. Também busca compatibilizar e integrar o mercado de *private*

¹⁵² Conforme será visto, o modelo brasileiro segue essa perspectiva de Lee. Sobretudo porque a tendência dos regulamentos após a crise financeira de 2007-2009 é fomentar maior transparência e enrijecer o regulamento em investimentos de *Private Equity*.

¹⁵³ FRAZÃO, Ana. Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

equity e *venture capital* local com o internacional. No código está previsto um órgão julgador e sancionador¹⁵⁴.

Com relação à ANBIMA e ABVCAP, estas entidades elaboraram em conjunto o Código ABVCAP-ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP, que tem o objetivo de padronizar e fomentar determinadas práticas na indústria, facilitando o processo de transparência, quantificação e desenvolvimento do setor. A adesão à auto-regulação é obrigatória para os membros associados, que já contabilizam mais de 300 empresas.

A bolsa de valores é uma entidade civil, de natureza privada, cujas atividades se dividem em próprias e outras a ela delegadas pelo Estado. Por um lado deve fornecer um ambiente transparente e propício às transações de títulos e valores mobiliários; por outro, deve fomentar padrões éticos no mercado, fiscalizar a aplicação de suas próprias normas, cabendo-lhe também julgar e sancionar os infratores.

Um dos maiores exemplos de sua atuação na auto-regulação foi a sua criação de níveis de governança nos quais as empresas podem ser qualificadas. A adesão é facultativa, porém, uma vez que a empresa se enquadra no programa, adquire uma confiabilidade ampla perante o mercado, sobretudo se está qualificada no nível 1, o mais alto dentre os 3 níveis. Essa classificação pode servir em diversas possibilidades, por exemplo, quando uma empresa investida está em processo de desinvestimento via Oferta Inicial Pública (IPO).

¹⁵⁴ ANBIMA/ABVCAP. Código de regulação e melhores práticas para o Mercado de FIP e FIEE. 2012. Mais informações sobre a ANBIMA/ABVCAP auto-regulação, disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-fip-fiee/Pages/codigo-e-documentos.asp>>.

4 O ARCABOUÇO NORMATIVO BRASILEIRO FACE AOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

4.1 Instrução CVM nº 578

A instrução normativa nº 578 da CVM regula a principal estrutura legal de investimento em *Private Equity* no Brasil, o fundo de investimento em participações (FIP)¹⁵⁵. Conforme já foi explanado na seção 2.3, outras estruturas também atuam no país (principalmente as *limited partnership*, que são empresas estrangeiras similares aos FIP's, mas não previstas em norma nacional¹⁵⁶), a depender do objetivo dos investidores e de quais retornos específicos buscam. Entretanto, o FIP é o veículo brasileiro que reúne as características mais originais do *Private Equity*, e o mais utilizado dentre os investimentos aplicados no país¹⁵⁷.

4.1.1 O veículo brasileiro de investimento: FIP

O FIP é constituído sob a forma de condomínio fechado¹⁵⁸, ou seja, trata-se de uma comunhão de bens cujos coproprietários são cotistas, e cujas cotas são unidades ideais de frações do valor do fundo. Essa assertiva foi extraída da própria norma, porém é assaz contestada pela doutrina, visto que a natureza do fundo nada tem de condomínio, senão de tipo societário especial; conforme será esmiuçado nos próximos parágrafos¹⁵⁹.

O fundo é considerado uma comunhão de recursos destinada à aquisição de títulos que lhe confiram, direta ou indiretamente, influência efetiva na política estratégica da empresa à

¹⁵⁵ CVM. Instrução normativa nº 578 (2016). Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Art. 1º. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html> >. Acesso em 10/11/2016.

¹⁵⁶ As *limited partnerships* atuam no país como um investidor estrangeiro. A empresa se submete a uma jurisdição estrangeira no que concerne à sua organização, porém, no Brasil, submete-se à legislação como um investidor estrangeiro. O guia para investidores estrangeiros do Banco Central do Brasil traz um panorama geral sobre os investimentos e suas condições. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/Gci/ingl/Non-resident_Investors_Guide_BEST.pdf>. Acesso em: 26/11/2016

¹⁵⁷ Segundo estudo da GVcepe – Fundação Getúlio Vargas, em 2009, 67 dos 239 investimentos eram aportados por meio de FIP. O segundo veículo mais utilizado no Brasil é a *Limited Partnership*, com 63. O terceiro, era o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), com 34. À época, o FMIEE não fazia parte das classificações do FIP, conforme será detalhado adiante. Para mais informações sobre o estudo, conferir a tabela nº 1.

¹⁵⁸ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 5º.

¹⁵⁹ SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características. Dissertação de Mestrado. Universidade de Brasília, 2016.

qual se direciona o capital¹⁶⁰. Essa comunhão é composta por recursos oriundos de investidores, que integralizam o capital à vista ou em parcelas, em conformidade com os chamados dos gestores por capital. Uma vez integralizado, os recursos financeiros investidos no veículo não podem ser resgatados antes do prazo estipulado em regulamento; excepcionando-se os casos de liquidação, amortização e distribuição previstos no regulamento do FIP¹⁶¹.

São exemplos desses títulos a serem adquiridos, os valores mobiliários¹⁶² (ações, bônus de subscrição e as debêntures simples¹⁶³). É importante observar que os títulos comprados pelo fundo não são restritos aos que lhe conferem participação direta no bloco de controle da empresa, pois é possível haver acordos ou outros mecanismos que confirmam suficiente poder de decisão aos gestores em política estratégica e gestão (por exemplo, acordo de acionistas¹⁶⁴), inclusive por meio de indicação de membros do conselho da administração da investida¹⁶⁵.

Ao invés do tradicional contrato americano de *limited partnership*, o FIP tem seu próprio instrumento para estabelecimento de regras de organização e funcionamento do investimento, o regulamento do fundo. Este deve ser registrado junto ao seu ato de constituição, na CVM. Somente a partir disso é que o FIP pode funcionar¹⁶⁶. O efeito prático disso é a propensão ao conflito entre administradores e investidores, visto que, diferente do que ocorre com a *limited partnership*, não há capacidade negocial no regulamento, que é constituído unilateralmente pelo administrador.

¹⁶⁰ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 5º.

¹⁶¹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 21.

¹⁶² Para saber quais são os valores mobiliários sujeitos às regras e à fiscalização da CVM, consultar o art. 2º da Lei 6.385/76. O conceito de valores mobiliários utilizado pela CVM está no inciso IX do mesmo dispositivo.

¹⁶³ Em audiência pública para elaboração da IN 578, os principais escritórios de advocacia nacionais atuantes na área, o BNDES, a ANBIMA e ABVCAP sugeriram a possibilidade da debênture simples ser ativo passível de compra pelos FIP's, de modo que seja diversificado o espectro de risco que pode ser tomado pelos investidores, podendo estes equilibrar seus investimentos entre instrumentos de *debt* e *equity*. Ademais a medida possibilita alavancagem imediata, o que, em geral, é muito atrativo para empresas-alvo; vide o que ocorre nos Estados Unidos. Ressalta-se ainda que os compradores frequentemente sofrem resistência dos acionistas vendedores, o que também pode ser solucionado pela emissão de debêntures. Apesar dos benefícios da emissão deste ativo, a fim de não desvirtuar a natureza do fundo, limitou-se a quantidade de debênture a 33% (art. 11 §1º), conforme sugeriu a ANBIMA e o escritório Trench Rossi e Watanabe.

¹⁶⁴ O acordo de acionistas é um contrato parassocial, por meio do qual são regulados direitos de voto dos adquirentes de ações, bem como os termos da compra e venda.

¹⁶⁵ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 6º. Este diploma, em seu art. 6º, também exige da necessidade da influência o FIP em que houver redução da participação para menos de 15 % do valor total do capital social da investida. Além disso, o requisito não se aplica às sociedades "listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança mais estritos que os exigidos por lei" (Art.7ª da CVM 578/2016).

¹⁶⁶ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 2º.

Em decorrência disso, a CVM deve atuar na prevenção de um quadro conflituoso e abusivo que pode se configurar entre as partes diante dessa falta de capacidade negocial, tendo que, para isso, impor determinadas provisões a serem obrigatoriamente observadas no regulamento do FIP, primando sempre pelo incremento de governança corporativa e da transparência nos investimentos. Nesse sentido, percebe-se que a CVM impõe aos fundos alguns requisitos de registro, como a nomeação de um auditor independente registrado na CVM e o anexo de todos os contratos de prestação de serviços a serem tomados pelo fundo em nome do administrador, como o contrato com os gestores, a consultoria de investimento, a atividade de tesouraria, formador de mercado, dentre outros, que serão tratados na seção adequada.

Quanto à citada controvérsia sobre a sua natureza jurídica do fundo, em se analisando o FIP sob as perspectivas de sua natureza organizacional e do regime jurídico em que esteja enquadrado, é possível perceber que a sua classificação como condomínio é inadequada¹⁶⁷. O principal fator que leva a esta conclusão é a análise do condomínio e do fundo sob a perspectiva do direito real. Quando se fala em condomínio, trata-se de direitos reais, enquanto os fundos de investimento não se adequam a essa análise.

No condomínio, existem dois ou mais coproprietários, sendo que todos eles possuem iguais direitos, quais sejam, o uso e o gozo sobre o todo, e a disposição de suas respectivas partes. Aqui a relação está focada no binômio proprietário/coisa, na qual a relação é estática, não havendo maiores incertezas sobre a propriedade e seu uso. O proprietário é exclusivo e absoluto sobre a sua parte, podendo inclusive demandar a cisão de sua parte do condomínio individualmente, caracterizando assim uma instabilidade institucional.

Já no FIP, os direitos de propriedade são exercidos pelos próprios cotistas, restritos à sua respectiva cota, cuja titularidade é exclusiva. Os cotistas não exercem a administração sobre o capital equivalente a sua cota, pois isso fica a cargo do administrador do fundo, que inclusive pode contrair dívidas em nome do fundo. Além disso, a cota do fundo não pode ser resgatada¹⁶⁸, a menos que por decisão assemblear, sendo assim um instituto estável -- apesar

¹⁶⁷ SOUTO. 2016. Op. cit. p. 49.

¹⁶⁸ Aqui é válido abrir parêntesis para lembrar que, a depender de disposição no regulamento do fundo, é possível a comercialização das cotas em mercado secundário de valores mobiliários; segundo a IN CVM 578. Essa medida é essencial para dar um mínimo de possibilidade de liquidez para as cotas, o que é plenamente compatível com o FIP, visto que seus investimentos são, em geral, a longo prazo e dotados de assimetria de informação. Pontua-se que essa comercialização não altera o capital integralizado no fundo, não tendo impacto algum sobre a estabilidade do FIP.

do seu caráter transitório--, visto que a unidade do instituto exige muito esforço para ser cindido.

Coerentemente, quando Saint-Clair Souto¹⁶⁹ analisa o caso em que a cota tem seu valor calculado erroneamente, a menor, e indaga-se sobre a possibilidade de remédio dos direitos reais, observa não haver lógica no uso do interdito proibitório para o caso; havendo, portanto, mais uma justificativa para que o fundo não seja caracterizado como um condomínio.

Em face da incompatibilidade do fundo com a natureza condominial, Saint-Clair Souto¹⁷⁰ aponta uma opção mais adequada de natureza para o instituto, qual seja, a societária. Segundo a própria classificação do Código Civil de 2002, em seu art. 981, são sócios “as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”, ou seja, a sociedade caracteriza-se pela constituição do capital social; o fim comum; e a coparticipação nos lucros e nas perdas.

Além disso, apesar de não ser titular de pessoa jurídica, o fundo tem clara estruturação orgânica, independente, estável uma vez que tem seus próprios recursos, seus administradores e seu regulamento. Esta organicidade estaria apta inclusive a suprir a despersonalização do fundo, não fosse as exigências legais. O que faz tornar clara a aproximação do FIP do instituto jurídico das sociedades empresariais, e o afastamento do condomínio.

Saint-Clair Souto¹⁷¹ acrescenta ainda que o fundo não se encaixa nos cinco tipos societários contidos no Código Civil, havendo, entretanto, uma outra possibilidade para que o FIP seja classificado em um tipo societário, qual seja, o parágrafo único do art. 983, do Código Civil de 2002, que prevê a possibilidade da criação de tipos societários em leis especiais. Nesse caso, o conceito de lei não deve ser interpretado de forma restrita, considerando lei somente aquela produzida pelo poder legislativo; mas sim de maneira ampla, de modo que a instrução normativa que regula o FIP, a IN 578, da CVM -- que, por sua vez, está legitimada a elaborar a norma em virtude de suas competências¹⁷² atribuídas na Lei

¹⁶⁹ SOUTO. 2016. Op. cit.

¹⁷⁰ SOUTO. 2016. Op. cit.

¹⁷¹ SOUTO. 2016. Op. cit.

¹⁷² (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a sua negociação e intermediação; (iii) a administração de carteiras e a custódia desses valores mobiliários; (iv) a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações e (v) a proteção dos investidores do mercado; podendo, para tanto, editar atos normativos, precedidos, inclusive, de debate com os interessados.

6.385/76 --, seja reconhecida como lei especial, estando assim caracterizada a legislação que legitima o FIP como um tipo societário.

Ressalta ainda não ser o FIP uma sociedade em comum, pois, apesar de não ter personalidade jurídica, não guarda consigo a responsabilidade ilimitada e solidária dos “sócios” no FIP e também pela ausência do benefício da ordem para o sócio que contratou em seu nome. Ademais, a sociedade em comum tem caráter transitório, ou seja, é simplesmente uma preparação¹⁷³ para a próxima etapa empresarial, na qual a sociedade será devidamente constituída e registrada por meio de ato contratual; enquanto o fundo já nasce com um objetivo específico, o de gerar lucro, trata-se de um tipo em si mesmo.

4.1.2 Investidor

Relembrando-se os requisitos impostos aos FIP's pela CVM, como a nomeação de um auditor independente registrado na CVM e o anexo de todos os contratos de prestação de serviços a serem tomados pelo fundo em nome do administrador, como o contrato com os gestores, a consultoria de investimento, a atividade de tesouraria, formador de mercado, dentre outros; pontua-se que a autarquia exige tais informações a fim de proteger o cotista, ou seja, o investidor. Tal preocupação está expressa também no art. 4º, VI da IN 578, que prescreve o depósito de materiais de divulgação e de informações adicionais prestadas aos investidores.

Por isso, a nova instrução normativa assume que o investidor deve ser necessariamente, no mínimo, qualificado¹⁷⁴, visto que os ativos são dotados de particularidades, como a pouca ou nenhuma liquidez e a sua difícil precificação. Portanto, a opção da CVM -- a despeito do posicionamento liberal da BM&BOVESPA, que vê, no aparato regulatório, segurança suficiente para democratizar o ofício de investir em FIP's -- foi considerar os investimentos inadequados para investidores sem a qualificação específica¹⁷⁵.

¹⁷³ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Código Civil interpretado conforme a Constituição da República. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 55

¹⁷⁴ Cf. CVM. Instrução Normativa 554. Altera conceitos de investidor qualificado e cria conceito de investidor profissional. 2014. Em linhas gerais, são profissionais as instituições financeiras e os autorizados pelo Banco Central, além de pessoas físicas e jurídicas detentoras de investimentos financeiros com valor superior a R\$ 10.000.000,00. Enquanto os qualificados são os investidores profissionais, as pessoas físicas ou jurídicas com investimentos valorados em mais de R\$ 1.000.000,00 ou com qualificação técnica certificada pela CVM.

¹⁷⁵ SDM-CVM. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 05/2015, Processo CVM RJ-2012-10107. Realizada com a finalidade de elaborar a instrução normativa CVM 578, que dispõe sobre o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações. p.4.

Nesse sentido, essa instrução revoga diversas instruções normativas, dentre elas a IN CVM 209¹⁷⁶, que autorizava os investidores não qualificados a investirem nos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Corrobora-se, destarte, a postura restritiva da IN CVM 578, que permite, exclusivamente aos investidores profissionais, investir em FIP-multiestatégia com mais de 20% do capital integralizado voltado para exterior.

Em outras palavras, os integrantes do sistema de distribuição e consultores mobiliários devem vender os seus produtos seguindo alguns pré-requisitos como verificar a adequabilidade do produto aos objetivos do cliente, à sua situação financeira e ao seu conhecimento; esse procedimento é chamado *suitability*. Na IN 539, a CVM cria duas categorias de investidores, os qualificados e profissionais, que estão dispensados da verificação de *suitability*. Ou seja, já que, para os FIP's, somente os investidores qualificados e profissionais podem investir, não há que se falar em verificação de adequabilidade para este tipo específico de fundo.

Ainda com relação ao investidor, é recorrente nos julgados da justiça brasileira que o cotista seja tratado como consumidor. Isso ocorre sobretudo quando se trata de cotistas em geral (não-qualificados). Tal posicionamento não deve prevalecer. Devido à natureza do fundo, observada como tipo societário e não como condomínio, os investidores são mais próximos à condição de sócio, que a de consumidor. Portanto, devem ser tratado sob a perspectiva da LSA e da CVM, e não do código do consumidor.

Com efeito, o direito à indenização do cotista surge quando da comprovação da culpa e do nexo de causalidade do administrador do fundo, por causar prejuízos em decorrência da não observação da Lei ou do regulamento do fundo. Ressalta-se que o administrador, para tanto, não pode ter agido de boa-fé, acreditando sinceramente que a decisão tomada era a correta.

Nesse contexto, segundo Ana Frazão¹⁷⁷, a responsabilização dos administradores também depende da análise do instituto da personificação. Na sociedade, observa-se que quaisquer contrações são realizadas em nome da própria sociedade; enquanto, nos fundos, por serem desprovidos de personalidade, as contratações são realizadas em nome dos administradores. Isso, aliado à ampliação e à responsabilidade do administrador por causa do

¹⁷⁶ CVM. Instrução normativa 209/1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst209.html>>. Acesso em 15/11/2016.

¹⁷⁷ FRAZÃO. 2011. Op. cit.

obrigatório cumprimento da função social da empresa (tratada na seção 4.1.7), leva a uma ampliação da responsabilidade dos administradores.

Isso não quer dizer que quaisquer decisões dos administradores devam ser motivo de responsabilização. Para que haja a imputação ao administrador do dano sofrido ao patrimônio do fundo ou a terceiros, conforme a teoria *ultra vires*, é necessário o exame do devido cumprimento da lealdade (ex. vantagem pessoal, cumprimento dos requisitos de transparência de informações) e da diligência (ex. cumprimento dos requisitos de transparência, competência e conhecimento para o desempenho de suas funções). Se estes tiverem sido observados pelos administradores, o próprio cotista responde pela perda, inclusive nos casos de patrimônio líquido negativo. Reforça-se que, se o administrador tiver agido de boa-fé, crendo que aquele gesto era o melhor para a sociedade, não se pode responsabilizá-lo e nem anular o seu ato de gestão¹⁷⁸.

Nesse sentido, a jurisprudência é assentada no sentido de desprover ações de indenização por danos materiais e morais, em decorrência de risco. Pois os FIP's são investimentos de alto risco¹⁷⁹, característicos de investidores com perfil e alto risco. Portanto não há que se falar em defeito na prestação de serviço, quando não caracterizada a situação descrita no parágrafo anterior.

Ainda, segundo a jurisprudência, existe a obrigação do administrador de manter sempre bem informados os compradores investidores, e o Tribunal reconhece a ausência desse dever como causa de responsabilização. Foi o que ocorreu quando da decisão do Ministro Raúl Araújo, que, no Recurso Especial 777.425/RJ, afastou o risco típico dos derivativos, condenando o administrador à indenização, visto que havia falhado na prestação de informações ao investidor.

Em se tratando de julgados brasileiros, enquadrar o pequeno investidor como consumidor causa insegurança jurídica para o mercado, o que acaba tornando mais caros os custos para pequenos investidores entrarem no mercado. Dessa forma, a longo prazo, pode-se criar um efeito reverso à intenção inicial de protegê-los, que seria excluí-los do mercado. A efetiva vulnerabilidade tem de ser feita pela CVM, não por órgão do direito consumidor.

Vale pontuar também que, salvo por aprovação de assembleia geral, não é possível investir em empresas das quais participem o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo, inclusive quando estes estejam na condição de agentes de

¹⁷⁸ SOUTO. 2016. Op. cit.

¹⁷⁹ Recurso Especial 799.241/RJ.

colocação (agentes do fundo que influenciam nas decisões da empresa investida), coordenação ou garantia¹⁸⁰.

Além disso, a norma veda a aplicação de recurso financeiros em FIP's que invistam no próprio investidor, seja o investimento direto ou indireto (em subsidiárias ou empresas investidas¹⁸¹); veda também operações com derivativos, salvo quando necessárias à proteção do patrimônio¹⁸², e o cumprimento da função de formador de mercado pelo administrador ou gestor do fundo¹⁸³.

Essas vedações visam a combater as trocas de favores entre gestores de diferentes fundos, em detrimento do interesse do investidor. São medidas que também evitam os conflitos gerados da desagregação de investimentos, tratados na seção 3, visto que impedem que ocorram investimentos que possam ser incentivados por algum ator parcial, interessado em auferir vantagens pessoais.

4.1.3 Investida

A CVM, na instrução normativa 578, revogou todas as instruções normativas que regulavam tipos de *Private Equity* (por exemplo, o FMIEE, que equivalia ao venture capital brasileiro), para reuni-los em uma só norma. Nesta, classificam-se os FIP's em concordância com o tipo de capital fornecido por eles. Dessa forma, existem os que ofertam investimentos em Capital Semente; em Empresas Emergentes; em capital de Infraestrutura (FIP-IE); em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e os Multiestratégia, que são basicamente a fusão entre FIP – Empresas Emergentes e FIP – *Seed Capital*.

Os investimentos em FIP podem ocorrer em companhia de capital aberto, de capital fechado e em sociedades limitadas. Em se tratando da investida enquanto sociedade limitada, esta deve obedecer a requisitos como renda bruta anual de até R\$ 16 milhões¹⁸⁴, e não ser controlada por grupo ou sociedades com ativos valorados a um total superior a R\$ 80 milhões ou faturamento anual superior a R\$ 100 milhões. A elas são dispensadas as práticas de governança impostas às companhias de capital fechado, explanadas adiante¹⁸⁵. A opção pela

¹⁸⁰ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 44.

¹⁸¹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 13, §2º.

¹⁸² Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 9, §2º.

¹⁸³ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art.35, §1º.

¹⁸⁴ Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.12. Para explicações sobre este limite de R\$ 16 milhões.

¹⁸⁵ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 15.

inclusão das sociedades limitadas no rol de empresas-alvo ressalta a preocupação da CVM com as startups, que geralmente são constituídas sob esta forma¹⁸⁶.

Quando se trata de companhia fechada, impõe-se a ela um padrão mínimo de governança, proibindo a emissão de partes beneficiárias e a circulação desses títulos; e obrigando-a a disponibilizar aos acionistas informações cruciais, como os seus programas de aquisições de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários. Além disso, estabelece um máximo de dois anos de mandato unificado para o Conselho de Administração, e impõe a adesão à cláusula de arbitragem para a resolução de conflitos societários, e a auditoria anual de suas demonstrações contábeis¹⁸⁷.

A partir dessa delimitação de empresas elegíveis aos investimentos de FIP, percebe-se que a CVM visa a fomentar a adoção de padrões de governança consistentes e homogêneos em âmbito nacional. Por exemplo, apesar de todos os benefícios¹⁸⁸ de se incluir a sociedade limitada no rol de sociedades empresariais elegíveis para o investimento de FIP, a CVM veda sociedades limitadas que ultrapassem o faturamento anual inferior a R\$ 16 milhões. Com isso a autarquia pretende estimular a evolução da empresa, devendo esta se enquadrar em outros tipos de investidas via FIP para receber novos aportes, o que, ao mesmo tempo, obriga-a a obedecer a critérios mais rigorosos de transparência e governança.

É por esse motivo que, ao chegar ao porte superior a este valor, a empresa já não faz mais jus aos descontos regulatórios típicos de sociedades empresárias de menor porte (por exemplo, as sociedades limitadas não precisam seguir os listados requisitos impostos às companhias de capital fechado).

Em linha com esta observação, encontra-se a exigência da CVM às companhias de capital fechado que se comprometam a, caso obtenham registro de companhia aberta categoria A, adiram seguimento especial da Bolsa de Valores ou do mercado de balcão organizado que assegurem um padrão de governança igual ou mais severo que estes impostos a elas na instrução em epígrafe.

¹⁸⁶ Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.12.

¹⁸⁷ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 8.

¹⁸⁸ A priori, na minuta de elaboração da IN CVM 578, as sociedades limitadas não estavam incluídas no rol de empresas elegíveis ao recebimento de investimento via FIP, entretanto, na audiência pública de elaboração para a elaboração da norma, diversos escritórios de advocacia e associações arguíram benefícios da inclusão da sociedade limitada. Dentre eles, muitas dessas sociedades são capazes de assegurar o padrão de governança exigido pela CVM, além disso, inclui-las significa ampliar o espectro de investimento qualitativamente e quantitativamente, visto que as Ltdas são as sociedades empresariais mais comuns no país. Vale ainda lembrar que possuem custos transacionais inferiores aos das sociedades por ações, podendo assim oferecer um diferencial mais atrativo para alguns investidores.

Em se tratando da classificação dos FIP's na Instrução normativa, eles são divididos em: I – Capital Semente; II – Empresas Emergentes (FIP-EE); III – Infraestrutura (FIP-IE); IV – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); V – Multiestratégia.

O perfil das investidas pelo FIP-Capital semente é de empresa com renda bruta anual de até R\$ 16 milhões, e não podem ser controladas por grupo ou sociedades com ativo total superior R\$ 80 milhões ou faturamento anual superior a R\$ 100 milhões. Para estas, são dispensadas as práticas de governança específicas impostas a companhias de capital fechado¹⁸⁹. De forma similar, os FIP – Empresas possuem empresas-alvo limitadas ao ativo total R\$ 240 milhões e ao faturamento de R\$ 300 milhões, não podendo estas serem controladas por grupo ou sociedades com faturamento anual superior a 300 mi¹⁹⁰.

O FIP-IE ou FIP-IE são destinados a investimentos específicos em projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, em território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação, ou outras áreas prioritárias pelo poder Executivo Federal. Podem ser constituídas sob a forma de Sociedade de Propósito Específico que atenda às regulações do Ministério da Ciência e Tecnologia¹⁹¹.

O FIP-multiestratégia não é uma categoria residual, mas sim uma fusão das categorias, a Semente e FIP-EE, com o adicional de possibilidade investimento no exterior, visto que admite investimento em sociedades de diferentes tipos e portes. Assim podem investir em capital semente, se atendidos os requisitos impostos aos FIP-Semente dispostos nesta norma, e, da mesma forma, podem investir nas FIP-EEs. Inclusive, nesses casos, fazendo jus às dispensas de governança corporativa e aos descontos regulatórios¹⁹².

É importante não confundir os investimentos previstos nesta norma, com investimentos previstos em outras legislações, como o caso do investimento anjo e das Sociedades de Propósito Específico. O Venture Capital modalidade anjo não faz parte dos investimentos realizados pelos FIP's. Este caso se aplica às sociedades enquadradas como microempresa e empresa de pequeno porte, sendo que o investidor não figurará como sócio e nem terá direito à ingerência ou voto na política interna da investida. O resgate do valor

¹⁸⁹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 15.

¹⁹⁰ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 16.

¹⁹¹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 17.

¹⁹² Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.35.

investimento só poderá ocorrer após dois anos do comprometimento do capital. A relação está regulada na Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016¹⁹³.

As Sociedades de Propósito Específico, por sua vez, são empresas privadas com um objeto social específico. Não são um tipo dentre as classificações de sociedades empresariais, como as S.A e as Ltda. São utilizadas porque, geralmente aproveitam benefícios fiscais, e também protegem investidores de risco; além da questão da eficiência do ponto de vista da administração de negócios. A SPE, entretanto, não deve se tornar um departamento de uma empresa ou grupo econômico que nela investe. Na verdade, ela deve ter plena autonomia, e perquirir os seus próprios interesses, que são inconfundíveis com os dos sócios. O abuso dessa separação de interesses por parte dos sócios investidores gera a quebra de suas responsabilidades limitadas, desconsiderando a personalidade jurídica da SPE¹⁹⁴.

4.1.4 Requisitos do Regulamento do FIP

O regulamento do FIP é elaborado unilateralmente pelo administrador do fundo. Sendo assim, as regras regentes da relação entre o investidor e o gestor não são negociadas, são impostas por uma das partes. Restam hialinos os potenciais conflitos que pode haver entre esses atores. Por esse motivo, a CVM, autarquia competente para regular o mercado, prescreve uma série de obrigações para serem observadas quando da elaboração deste regulamento. A instrução normativa 578 obriga o FIP a delimitar, em seu regulamento, a sua política de investimento, os ativos que podem compor a sua carteira e a explicação sobre os riscos de concentração e iliquidez dos ativos que podem ser adquiridos. Ainda em sede de descrição, impõe-se aos FIP's que indiquem também os prazos para o investimento do capital comprometido, para a duração do fundo e para suas prorrogações, e suas hipóteses de liquidação¹⁹⁵.

Para além dos aspectos descritivos, existem esclarecimentos que previnem conflitos mais diretamente. Assim, a norma estabeleceu a obrigatoriedade da indicação – no regulamento -- de possíveis conflitos entre investidores e gestores, e das hipóteses de atuação do administrador e do gestor como contraparte do fundo. Nesse mesmo sentido, também deve

¹⁹³ BRASIL, Congresso Nacional do. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional.

¹⁹⁴ SIQUEIRA, Marcelo. Sociedade de Propósito Específico (SPE) e Fundos de Investimentos. Curso de Lei de Inovação. 2007.

¹⁹⁵ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 9.

ser detalhada o processo decisório da empresa, sobretudo no que concerne a investimentos e desinvestimentos; bem como à existência e funcionamento de conselho consultivo, comitês de investimentos ou técnicos¹⁹⁶.

Por fim, quaisquer possibilidades de que se leve a cabo alteração da estrutura “societária” do fundo devem imprescindivelmente ser indicadas em regulamento. Por isso, a existência de emissões de cotas, dos direitos de subscrição dos atuais cotistas ou a delegação da decisão dessas emissões ao administrador ou ao gestor depende de previsão em regulamento para serem válidas¹⁹⁷.

A fim de que seja dada ao investidor a oportunidade de acompanhar o cumprimento das disposições contratuais concernentes aos pontos de obrigatoriedade no regulamento, é obrigatória a disposição neste regulamento dos termos da periodicidade de estudos e análises elaborados por gestores e administradores que possibilitem aos investidores ter acesso aos objetivos alcançados, às perspectivas de retorno e possíveis maximizações de lucro do fundo, conforme modelo de *Private Equity* descrito por Sahlman¹⁹⁸. Além disso, a CVM impõe uma periodicidade de documentos descritivos, inclusive recomendando a forma com a qual o documento foi elaborado; e obriga a dispor em regulamento a periodicidade e a forma com que os documentos serão entregues aos cotistas.

Essa medida pode ser classificada como uma ferramenta de transparência. Ela colateralmente mitiga o problema da distribuição, já que a lei deixa os termos da distribuição de lucros e do retorno do capital à livre determinação pelo próprio FIP, o que faz com que só possa ser bem controlada mediante transparência.

Em conclusão, a CVM impõe aos FIP's que tratem essas matérias em seus regulamentos, justamente porque são percebidos como potenciais pontos de conflito. Uma vez que estejam dispostas em regulamento, existe algum direcionamento sobre o ponto conflituoso, reduzindo a possibilidade de haver uma querela. Por isso, são impostos tais requisitos em regulamento, para que fique claro ao investidor em quais riscos e sob quais condições ele têm a possibilidade de se envolver quando da assinatura do contrato. Tê-los definidos evitam alegações e quebra de contrato, sobretudo no que concerne a formas de investimento, competências e prazos.

A autarquia, entretanto, prefere deixar que a quantificação e qualificação de cada um destes pontos elencados como obrigatórios no regulamento sejam criadas pelos contratantes,

¹⁹⁶ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 9.

¹⁹⁷ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 9.

¹⁹⁸ SAHLMAN. 1990. Op. cit.

na medida de suas necessidades. Essa opção, aliada à restrição de investidores de FIP aos qualificados e a possibilidade de comercialização de cotas no mercado secundário, indica mais uma vez a opção da CVM por prevenir conflitos.

4.1.5 Cotas

Uma vez que o capital do fundo esteja totalmente comprometido, ele é dividido em unidades ideais, as cotas. Cada cotista recebe o número de cotas proporcional ao valor que comprometeu. O cotista possui direitos e deveres, conferidos pelas cotas, que, por isso são escriturais. Observa-se que os direitos econômico-financeiros de cada cota podem diferir, a depender da disposição do regulamento do fundo, exclusivamente sobre taxas de administração e gestão, e ordem de preferência de pagamentos¹⁹⁹.

Fica definido em regulamento como se dará a integralização do capital comprometido, seja ela realizada em única transferência ou à medida que for solicitada pelos administradores do fundo, podendo o investidor sofrer penalidades caso descumpra o regulamento²⁰⁰. Uma vez comprometido o capital, não é permitido o resgate do fundo²⁰¹.

No que concerne à relação entre cotistas e o regulamento, vale lembrar que, instada em audiência pública, a CVM negou a sugestão da ANBIMA para alteração da minuta de instrução normativa no sentido de impor penalidade de perda de voto aos cotistas inadimplentes quanto às obrigações de cumprir os chamamentos dos gestores. Segundo a CVM, os gestores e investidores são plenamente capazes de acordar uma penalidade no regulamento, de acordo com seus próprios interesses. O regulamento do fundo que deve definir qual será a penalidade para inadimplentes, e não a CVM dizer se o cotista terá ou não direito a voto²⁰².

Muito se discute sobre a iliquidez das cotas, que é um dos fatores que causam mais conflitos nos fundos de investimento. Essa característica decorre da própria natureza do fundo, que é fechado. Os recursos não podem ser resgatados, e nem as cotas negociadas, ressalvadas as hipóteses em que o fundo preveja as situações, ou haja uma deliberação favorável da Assembleia Geral. Ademais, a entrada e saída de cotista no fundo não é livre.

¹⁹⁹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 19 §2º.

²⁰⁰ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 20.

²⁰¹ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 21.

²⁰² Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.54.

Para esse problema da iliquidez, foram desenvolvidas saídas para mitigá-lo. É o caso da emissão de cotas do fundo via ofertas iniciais públicas de distribuição são realizadas por meio de instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Sua oferta pública é impossibilitada quando não for admitida em regulamento a sua negociação em mercados organizados ou quando da previsão de cancelamento de cotas não colocadas junto aos cotistas²⁰³.

Partindo do pressuposto de que a iliquidez representa um multiplicador para a possibilidade de conflitos, a CVM permite em sua regulação a comercialização de cotas não resgatáveis, devendo isto estar permitido em regulamento do fundo. Então, caso o investidor discorde de alguma alteração feita pela maioria, arrependa-se de ter acordado determinados termos no regulamento ou simplesmente não queira mais as suas cotas, pode comercializá-las no mercado secundário²⁰⁴.

Portanto, cabe observar que, no que concerne às cotas, o regulamento tem domínio de disposição sobre sua criação e disposição. Desde as penalidades do descumprimento de sua integralização, com perda de votos – se assim acordados em regulamento --, à permissão de sua comercialização no fundo em mercado público e em mercado secundário.

4.1.6 Arbitragem

A despeito da sugestão do escritório de advocacia Benzecry e Pitta para exclusão da obrigatoriedade da cláusula de arbitragem para resolução de conflitos societários, a CVM considera adequado que, mesmo que o sistema judiciário tenha melhorado -- inclusive com a criação de varas especializadas em direito empresarial, que são aptas a suprir a necessidade de decisões rápidas e de qualidade --, a alteração sugerida desfavorece a unificação e padronização de procedimentos, visto que os conflitos estariam suscetíveis a diversas jurisdições espalhadas pelo país. Por isso, para fins de evolução da segurança jurídica no país, considera-se essencial a cláusula de arbitragem²⁰⁵.

Em face disso, a CVM impôs a cláusula como prática de governança obrigatória às companhias de capital fechado investidas por FIP. O uso da cláusula já era uma tendência no Brasil de incrementar a segurança jurídica, padronizando decisões e, por conseguinte, tornando o mercado mais previsível e confiável. Conforme aponta estudo da FGV, o uso da

²⁰³ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 22 e 22 §1º.

²⁰⁴ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 19 §1º.

²⁰⁵ Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.16.

cláusula passou de 18,9 % em 2004, para 76% em 2009²⁰⁶. O mesmo direcionamento é seguido pela BOVESPA, que estabeleceu a cláusula como requisito para uma companhia obter a governança corporativa de Nível 2 ²⁰⁷.

4.1.7 Assembleia Geral

A norma brasileira confere exclusividade de deliberação sobre algumas questões à Assembleia Geral de Cotistas do FIP. Por exemplo, sobre as demonstrações contábeis anuais; a alteração do regulamento do fundo (prazos de investimento, desinvestimento, liquidação); qualquer alteração de participação no fundo (emissão de cotas e direitos de subscrição, além de fusões, incorporações e cisões do fundo); a destituição, substituição e aumento de taxas de remuneração do administrador e gestor; a prestação de garantias reais e de coobrigações; a instalação, composição e funcionamento dos comitês e conselhos; o requerimento de informações pelos cotistas; a aprovação dos atos que gerem conflitos entre gestores e cotistas que mobilizem juntos um mínimo de 10% das cotas subscritas; e o estabelecimento de novas matérias de competência da assembleia geral; o estabelecimento de quórum qualificado para determinadas matérias.

A decisão em deliberação ocorre por maioria de votos, divididos, para cada investidor, na mesma proporção de cotas subscritas. Se um quórum maior não for fixado em regulamento, as deliberações sobre alterações do regulamento do fundo, da alteração do funcionamento do fundo e aumentos de custos (teor dos art. 24 II a VI, VIII, IX, XII, XIII e XIV, e art. 44; da IN 578) dependem de, no mínimo, metade das cotas subscritas aprovando-as, devendo este quórum se restringir ao. A prestação de fiança ou aval (teor do art. 24, XI) depende da aprovação de no mínimo dois terços das cotas subscritas²⁰⁸.

Cabe ressaltar que estes dispositivos não são taxativos. Na verdade, são um mínimo de segurança e padronização que a CVM enxerga como necessárias ao mercado. Inclusive, tão importante é a Assembleia Geral, suas deliberações e imposições de quórum mínimo; que, quando instada sobre a liberdade de definição independente de próprio quórum nos casos de

²⁰⁶ Mais detalhes na tabela de nº 2

²⁰⁷ No ano de 2000, a BM&FBOVESPA estabeleceu três níveis de governança aos quais as empresas de capital aberto dos seus segmentos de negociação poderiam pertencer. A adesão é facultativa, entretanto as empresas que possuem uma classificação, sobretudo no nível 1, possuem maior credibilidade no mercado, pois é significado de que os padrões de governança corporativa adotados pela empresa são altos.

²⁰⁸ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 29.

investidores profissionais, a CVM negou a possibilidade ao escritório Mattos Filho, na audiência pública para a elaboração da nova norma²⁰⁹.

Portanto a norma brasileira, alinhada com as tendências de empoderamento dos cotistas, sugerida por Lee como a melhor saída para mitigar conflitos entre cotistas e gestores, atribui à Assembleia Geral de Cotistas uma vasta competência e controle sobre as operações de investimento, desinvestimento, alteração de regulamento, alteração de participação, e, inclusive, sobre a destituição de administradores e gestores.

4.1.8 Administradores e gestores

Os administradores são pessoas jurídicas autorizadas pela CVM a administrar carteira de fundos de investimento mobiliário. São responsáveis por manter o fundo em funcionamento, seja exercendo diretamente todas as atividades do fundo seja terceirizando serviços, como o de gestão das carteiras do fundo, o de consultoria de investimentos, as atividades de tesouraria, a formação de mercados para cotas do fundo, dentre outros²¹⁰.

Estes atores representam o fundo em contratações de prestadores de serviço e devem promover minuciosa análise quando das suas seleções, figurando no contrato como interveniente anuente e responsável solidário²¹¹ por eventuais prejuízos advindos de descumprimento de normas ou do regulamento do fundo²¹², conforme será explanado mais adiante.

Em se tratando de obrigações do administrador²¹³, impostas pela CVM, encontra-se a de manter atualizados os dados sobre o fundo, como as atas de assembleias gerais, relatórios de auditores independentes e demonstrações contábeis, os documentos de operações realizadas pelos fundos, o registro de cotistas e transferências de cotas; cumprir deliberações da assembleia; manter atualizada lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo; fiscalizar os serviços prestados por terceiros, contratados pelo fundo; cumprir e fazer cumprir o regulamento; dentre outros.

²⁰⁹ Cf. SDM-CVM. 2015. Op. cit. p.54.

²¹⁰ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 33.

²¹¹ A Instrução CVM 391/03, revogada pela IN 578, regulava o FIP, mas não tratava da responsabilidade solidária entre gestor e administrador dos FIP, concernente aos eventuais prejuízos causados aos cotistas. A existência da solidariedade decorria da aplicação subsidiária da Instrução CVM 555/14, que descreve as regras gerais aplicáveis aos fundos de investimento. Em termos de responsabilidade em resposta a processos administrativos, conforme entendimento jurisprudencial, cada responsável por sua esfera será julgado de acordo com seus próprios atos.

²¹² Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 33, §§3º e 4º.

²¹³ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 39.

O administrador está obrigado a enviar aos cotistas, à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação e à CVM um relatório trimestral com as informações demandadas em um formulário nos anexos da instrução normativa que regula o FIP. Além disso, a norma lhes exige a semestral discriminação da quantidade e espécie de títulos e valores, para descreverem a composição da carteira; e uma anual demonstração contábil (de acordo com normas específicas de contabilidade da CVM²¹⁴) auditada junta aos relatórios dos auditores independentes e do relatório elaborado em conjunto pelo administrador e gestor²¹⁵.

O gestor é o profissional autorizado pela CVM para, em nome do fundo, negociar ativos e contratar intermediários para realizar operações concernentes, investir e desinvestir em empresas-alvo e monitorar ativos, inclusive exercendo direitos a votos oriundos deles. Em outras palavras, o gestor exerce as atividades-fim do fundo. Ademais, ele representa o fundo em acordos de acionistas das sociedades investidas pelo fundo; mantém efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida; contrata consultoria e assessoria em nome do fundo; fornecer ao administrador todos os documentos necessários para que este possa desempenhar suas funções. Cumpre ressaltar que a assessoria contratada deve ser pertinente às suas competências e não às do administrador.

Gestores têm como obrigação elaborar estudos e análises de investimento a fim de embasar decisões a serem tomadas em assembleia geral, de modo que possam fornecê-los aos moldes requeridos pelos cotistas²¹⁶. Além desses, devem entregar estudos e análises periódicos que permitam aos cotistas estarem atualizados sobre os negócios, os objetivos alcançados, as perspectivas de retorno e as estratégias que têm maior possibilidade de maximizar ganhos. A periodicidade de tais relatórios é definida em regulamento.

Os administradores, os cotistas e os gestores podem tomar a iniciativa de constituir conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, cujos custos sejam alheios aos recursos dos fundos, e cujas condições, requisitos e atribuições devam estar dispostos no regulamento do fundo. Tais iniciativas não os eximem de suas respectivas responsabilidades²¹⁷.

²¹⁴ CVM. Instrução Normativa 579 de 30 de agosto de 2016. “A presente Instrução dispõe sobre os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e divulgação de informações nas demonstrações contábeis dos Fundos de investimento em Participações”.

²¹⁵ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 46.

²¹⁶ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 40, II.

²¹⁷ Cf. CVM. 2016. Op. cit. Art. 38.

Em consonância com o fomento à segurança jurídica a ser mantida aos investidores e à solidez do mercado de valores, a CVM determina que qualquer encargo não listado na norma ou em regulamento do fundo deve ser de obrigação do Gestor ou do Administrador, podendo haver flexibilização desta disposição, a depender da deliberação da Assembleia Geral.

Em se tratando da responsabilidade desses administradores por prejuízos causados em determinados investimentos aos quais tenha se comprometido, esta é analisada pelo STJ quanto à natureza dos ativos do fundo envolvido e quanto aos investidores envolvidos. Dentre as poucas decisões da corte sobre responsabilidade de administradores de fundo e de gestores de fundos, situa-se o Recurso Especial 799.241/RJ, no qual os administradores de fundos detentores de ativos em moeda estrangeira enfrentaram severa desvalorização do dólar em 1999, tendo sido demandados no judiciário, porém não foram condenados. A posição da corte é de que se trata de investimento de alto risco, destinado a investidores mais agressivos, e que, por isso, é sabido que esse tipo de desvalorização abrupta pode acontecer a qualquer momento.

A jurisprudência, ainda sob a perspectiva da responsabilidade dos administradores, prima pela transparência e fornecimento de informações aos investidores. Prova disso é que, no RESP 777.425/RJ, o Min. Raúl Araújo afastou o risco típico dos derivativos, condenando o administrador à indenização, visto que havia falhado na prestação de informações ao investidor.

Esses resultados, na perspectiva de Saint-Clair Souto²¹⁸, são adequados, porém, seus fundamentos não são, pois partem da premissa que existe uma relação consumerista entre o investidor e o gestor. Ocorre que o caráter de tipo societário dos fundos de investimento impede que o investidor seja visto como consumidor. Na verdade, o cotista tem que ser tratado como investidor atuante no mercado de valores mobiliários, que é regulado pela CVM, órgão que tem competência para regular o mercado e defender os próprios investidores. Em outras palavras, o autor defende que a responsabilização subjetiva dos administradores ou gestores do fundo não deve decorrer de uma relação consumerista com o investidor, mas sim, conforme explanado a seguir, com base no descumprimento da Lei da S.A., das instruções normativas da CVM, e dos princípios constitucionais brasileiros.

Em sua análise, Saint-Clair Souto²¹⁹ encina que a norma da CVM não menciona função social. Ao contrário, parece optar pelo contratualismo moderno de Hansmann e

²¹⁸ SOUTO. 2016. Op. cit.

²¹⁹ SOUTO. 2016. Op. cit.

Kraakman, no sentido de que a função primordial dos fundos seria a maximização do lucro dos cotistas, expresso nos incisos I, II, III do art. 92. Aponta que essa visão contratualista moderna foi assaz questionada com o advento da crise financeira de 2008. Pois ficou nítido que os administradores têm que também se ater aos direitos de terceiros, e não somente à geração de lucro incondicional entre as partes envolvidas no investimento, conforme vinha sendo feito. Nesse sentido, a legislação começa a evoluir em direção à imposição de padrões mais severos de funcionamento desses fundos, ampliando a transparência e tomando outras providências²²⁰.

Como exemplo desta nova tendência, tem-se a criação do The Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), de 2011; que impôs uma série de obrigações aos seus administradores, introduzindo o paradigmático conceito de “economia social de mercado” (*social market economy*). Com ela, tem-se a questão do envolvimento da economia popular, que precisa ser protegida. Diante dessa sombra do sistema bancário, que é a prestação de serviços semelhantes aos do banco, porém sem a regulação aplicável e, por conseguinte, as taxas.

Em contrapartida a essas iniciativas, Tom Hodge²²¹ alerta para os custos dessas imposições, que tornam difícil a compatibilização entre a existência dos fundos e estas imposições.

Essa discussão, no Brasil, é feita de forma diferente, porque, conforme pontuado pela Professora Ana Frazão, a função social da empresa é pressuposto para qualquer empresário e administrador, visto que tem lastro constitucional, nos art. 170, 1º e 3º da Constituição, cujo objetivo é de assegurar que o projeto do empresário seja compatível com o projeto de vida dos demais membros da sociedade²²².

Apoiado nas obras de Ana Frazão, Saint-Clair Souto²²³ questiona se, mesmo exercendo uma atípica atividade empresarial, os administradores teriam deveres fiduciários direta e indiretamente para com a comunidade, devendo cumprir os deveres de lealdade e diligência.

²²⁰ LELEUS, Benoît; SWAAY, Hans Van; MEGALLY, Esmeralda. *Private Equity 4.0, Reinventing Value Creation*. Wiley Finance Series, 2015.

²²¹ HODGE, Tom C. *The alternative investment fund managers directive: the european union gives private equity fund managers the “social market economy” treatment*.

²²² FRAZÃO. 2011. Op. cit.

²²³ FRAZÃO. 2011. Op. cit.

Partindo disso, no exercício das atividades fiduciárias, deve ser observada a função social das atividades empresariais, prescrita na Lei das S.A., e, por conseguinte, os mandamentos constitucionais da dignidade da pessoa humana (artigo 1º), soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades regionais e sociais, busca do pleno emprego e proteção das empresas de pequeno porte (artigo 170)²²⁴.

Dessa forma, no exercício das funções fiduciárias do gestor dos fundos, como estaria influenciando uma empresa, deveria internalizar tais princípios constitucionais e cumprir a função social da empresa; estando, portanto, obrigados a observá-los seja no exercício das funções internas dos fundos (sejam eles passivos ou ativos), seja no exercício das atividades de gestão na empresa investida (é o caso do fundo ativo).

Essas necessidades ampliam o dever de cuidado e, por conseguinte, a responsabilidade dos empresários e gestores de fundos.

Apenas fazendo um adendo sobre o caso dos fundos passivos, que não objetivam a participação acionária em outras empresas, a discussão adquire outros contornos, mas chega à mesma conclusão, qual seja, a submissão à justiça social defendida na Carta Magna. Argumenta-se nesse sentido apresentando os *Vulture Funds* ou Fundos Abutres em uma perspectiva prática, qual seja, a do seu aproveitamento de situações em que empresas ou estados estão em dificuldades financeiras e passam a ofertas ativos em grande deságio. Situação em que se busca o lucro a um elevado custo social. Essa situação, de forma alguma deve prevalecer sobre os princípios sociais.

Saint-Clair pontua ainda uma interessante questão dentro da discussão da responsabilidade do administrador do fundo, que é a respeito da responsabilização em caso de insuficiência patrimonial. Nesse ponto, as S.A's divergem dos fundos, visto que os primeiros possuem personalidade jurídica e os segundos não. Por isso, as contratações do fundo são realizadas em nome do administrador, e não do fundo; ao contrário do que ocorre com as S.A's, cujas contratações são feitas em nome da personalidade jurídica da sociedade. Sendo assim, diferente do que ocorre com o administrador da S.A, o administrador do fundo está

²²⁴ Ressalta-se que, apesar de ser uma discussão de extrema relevância para o estudo da responsabilização, neste artigo, o conceito de função social não será devidamente aprofundado. A intenção, ao mencioná-lo, é fazer perceber a obrigatoriedade de sua observância no exercício das atividades empresariais e na aplicação do direito que lhes é concernente. Assim, deve estar presente a compatibilidade do projeto da empresa com o projeto de cada indivíduo da sociedade, não podendo os empreendimentos ignorar o direito dos indivíduos. O que pode ser traduzido na necessidade de compatibilização dos objetivos das empresas com, por exemplo, os art. 1º, art. 3º e art. 170, da CRFB/88.

mais próximo à responsabilização direta por prejuízos gerados ao fundo e a terceiros em decorrência da insuficiência patrimonial.

Esse tipo de contratação feita pelo administrador do fundo, somada à função social da atividade empresarial atípica, torna mais ampla a possibilidade de responsabilização direta do administrador, podendo este responder individualmente perante cotistas e credores sociais. Ressalva-se, entretanto, que sempre deve ser levado em consideração o dever de lealdade e diligência, para fins de responsabilização; bem como o descumprimento de lei (incluindo as normas da CVM) ou regulamento do fundo. Em suporte, qualquer julgamento de conduta do administrador deve seguir do princípio do *business judgment rule*, ou seja, a avaliação da ação de crença honesta, e de boa-fé, em que a decisão submetida ao crivo dos julgadores foi a melhor escolha para a companhia²²⁵.

Em suma, a delimitação das atividades dos administradores e dos gestores pela norma e a sua exigência de que competências complementares sejam esclarecidas em regulamento aumenta a previsibilidade e possibilidade de responsabilização destes profissionais, incrementando também, por conseguinte, a qualidade de suas prestações de serviços. Isso, mais uma vez, o esforço da CVM em criar um ambiente regulatório de prevenção de conflitos.

²²⁵ SOUTO. 2016. Op. cit.

5 CONCLUSÃO

Ao longo do texto, a formação histórica do *Private Equity* e suas características basilares foram descritas. Posteriormente, explanou-se com maior detalhe as relações entre os agentes (gestores de *Private Equity*) e os principais (investidores de *Private Equity*). Nesta relação, vários conflitos e mecanismos contratuais praticados no tradicional *Private Equity*, o norte-americano, foram apontados, de modo que restou bem fundamentada a base sobre a qual a análise da norma brasileira foi realizada.

Foi demonstrado, na seção 3, que os conflitos entre investidores e gestores são gerados pela centralização de decisões no quadro de *general partners* e o seu dever fiduciário, e pela responsabilidade e poder de ação limitadas do *limited partnership*. Tais aspectos acabam por facilitar a assimetria de informações entre estes atores e, por conseguinte, a falta de transparência entre atores e gestores, o que torna o ambiente propício ao surgimento de problemas como a desconfiguração da proposta inicial da organização gestora. Dentre essas características listadas, sobre o *Private Equity*, encontra-se a pouca liquidez, causadora recorrente de conflitos.

Mais problemas podem ser mais bem percebidos ao se aprofundar a análise de mecanismos específicos do *Private Equity*, como a limitação do período de vida do fundo – que pode gerar desinvestimentos imaturos --, os prazos de investimento e desinvestimento – que podem gerar respectivamente investimentos de baixa qualidade e desinvestimento imaturo --, as compensações dos gestores – que tem uma base de cálculo complexa --, distribuição imediata dos lucros e devolução do capital investido – que pode provocar o retardo desnecessário de desinvestimentos --, e a desagregação de investimentos – responsável por colocar o gestor em relação ambígua de defesa de interesses.

Apesar de controversas, soluções a esses problemas também são apresentadas. Para o problema do limite de vida e para os prazos de investimento e desinvestimento, apresenta-se a possibilidade de prorrogação, que mitiga, mas ainda está suscetível a vicissitudes. Por isso, preserva-se o direito ao resgate dos recursos aplicados nos fundos pelos investidores. A possibilidade de saída pode ser dificultada pela iliquidez das cotas, por isso, foi sugerido por Birdthistle o fortalecimento de um mercado secundário de comercialização de cotas.

Para mitigar o conflito da desagregação, Birdthistle sugere diálogo. Por exemplo, quando o gestor souber que uma determinada decisão de investimento puder gerar conflito, ele tentará obter unanimidade entre os investidores antes de executá-la. Isso envolve um trabalho de convencimento; e o consentimento contratual prévio à assinatura do contrato,

obtido por meio de fornecimento de informações necessárias ao investidor, para que este faça uma opção consciente pela escolha ou não do investimento. Esta última medida deveria ser acompanhada de sofisticação dos investidores, a ponto de serem capazes de representar consistentemente seus interesses no âmbito da negociação contratual.

Lee Harrys, apesar de ser cético com relação à aplicação do contrato para resolver conflitos, também encina soluções contratuais para os conflitos de agência. Entretanto, a sua principal conclusão é que a melhor forma de mitigar conflitos é dando poder aos *limited partners*.

Após esta preparação teórica, chegou-se ao objetivo do texto, na seção 4, que é o de avaliar a abordagem dessas questões conflituosas pela Instrução Normativa 578 de 2016, da CVM, que regula os fundos de investimento em participação, veículo brasileiro utilizado para aplicações de *Private Equity*.

Em primeiro lugar, a norma trata as questões da iliquidez das cotas e da assimetria de informações, inerentes à natureza do instituto (tanto do investimento, quanto do investidor e investida), que foi trabalhada, com auxílio da bibliografia de Saint-Clair Souto e Ana Frazão. Já que o resgate do capital já integralizado é vedado, a norma brasileira permite a comercialização de cotas no mercado secundário de valores, se assim o regulamento do fundo permitir. Com relação à assimetria de informações, a CVM obriga os Administradores e Gestores a seguirem determinados padrões e periodicidades de prestações de contas tanto aos investidores quanto à CVM e às administradoras de mercado.

Quanto à distribuição de capitais desinvestidos, optou-se por não interferir diretamente, sendo, entretanto, os conflitos concernentes a esses fatores mitigados pela possibilidade de monitoramento dos gestores pela Assembleia Geral dos cotistas, que direito de receber informações periódicas dos gestores e administradores definidas pela CVM, e tem competência para exigir informações e estudos adicionais, sendo mais difícil que possui o gestor retarde desinvestimentos adequados.

O problema da desagregação é endereçado pelo art. 44 da IN 578, pois neles, salvo disposição contrária da Assembleia Geral, são vedadas as possibilidades dos FIP's investirem em outros FIP's que invistam direta ou indiretamente no FIP investidor ou em empresas que estejam sob influência de algum membro do FIP investidor.

Com relação ao ceticismo de Lee sobre a efetividade dos contratos na prevenção e resolução de conflitos entre investidores e gestores, sugerindo a alternativa de empoderamento dos cotistas, a CVM toma postura alinhada a sua opinião. Na instrução normativa 578, a CVM define uma série de competências privativas da Assembleia Geral de

Cotistas, por exemplo, a aprovação das discriminações contábeis anuais, a alteração do regulamento e a destituição de administradores e gestores.

Ainda com o fito de mitigar conflitos, a CVM apresenta algumas medidas que visam à evolução do mercado brasileiro de *Private Equity* como um todo. A tendência é de criar um ambiente de segurança jurídica, reduzindo conflitos nas relações e aumentando a solidez e confiança do mercado.

Como exemplo, em linha com as sugestões de Birdthistle, a CVM elaborou a instrução 578, que impede que investidores desprovidos de experiência e qualificação técnica invistam em fundos FIP, por considerar estas operações atípicas e complexas, intentando, dessa maneira, prevenir conflitos entre investidores e organizações gestoras em virtude de inexperiência e desprovisionamento de qualificação técnica dos investidores. Por isso, somente investidores qualificados podem investir em FIP, e somente profissionais, se o FIP tiver mais de 20% de seu capital destinado ao exterior. Infere-se disso que a CVM tenta poupar o sistema de mais conflitos, prevenindo-o da entrada de profissionais desqualificados e não criando normas capazes de lidar com esses conflitos.

Em se tratando das investidas, percebe-se que a CVM intenta fomentar a adoção de padrões de governança consistentes e homogêneos em âmbito nacional. Por exemplo, apesar de todos os benefícios de se incluir as sociedades limitadas no rol de sociedades empresariais elegíveis para o investimento de FIP, quando a CVM veda sociedades limitadas que ultrapassem o faturamento anual inferior a R\$ 16 milhões, a autarquia pretende fomentar as empresas a mudar a sua forma, devendo destarte se enquadrar em outros tipos de investidas via FIP e obedecer a critérios mais rigorosos de transparência e governança. Tal conclusão considera que, ao chegar a um porte superior a este valor, a empresa já não faz mais jus aos descontos regulatórios típicos de sociedades empresárias de menor complexidade.

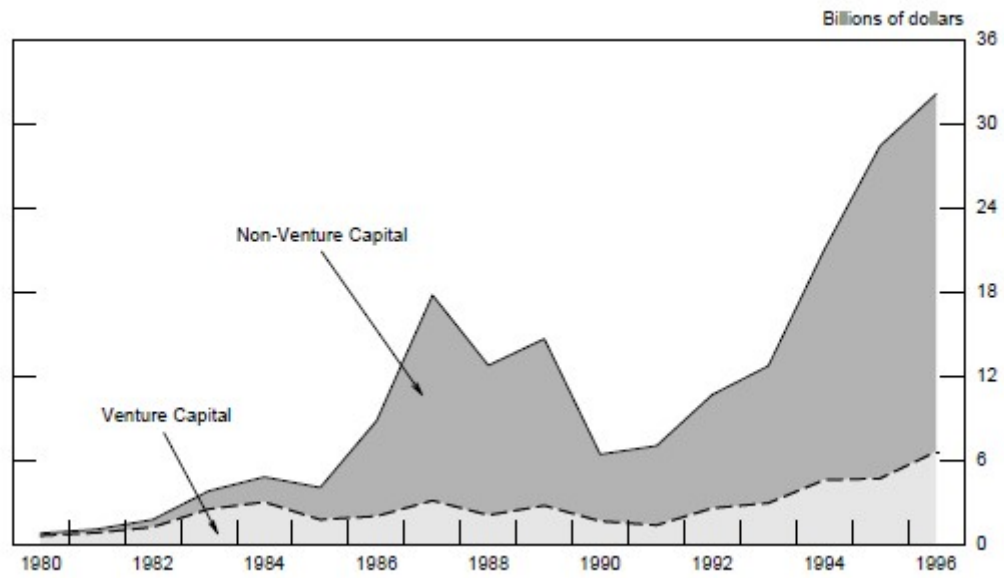
No mesmo sentido, a CVM exige das companhias de capital fechado que, ao receberem capital de FIP, se comprometam a aderir a seguimento especial da Bolsa de Valores ou do mercado de balcão organizado, que assegurem um padrão de governança igual ou mais severo que estes impostos a elas na instrução em epígrafe, caso obtenham registro de companhia aberta categoria A.

Em linha com a BOVESPA, que estabeleceu a cláusula como requisito para uma companhia obter a governança corporativa de Nível 2, a CVM impôs a cláusula de arbitragem como prática de governança obrigatória às companhias de capital fechado investidas por FIP. O uso da cláusula já era uma tendência no Brasil de incrementar a segurança jurídica, padronizando decisões e, por conseguinte, tornando o mercado mais previsível e confiável.

Cumprê ressaltar também que matérias específicas no regulamento do fundo foram tornadas obrigatórias pela Instrução Normativa 578, justamente por serem percebidas como pontos de conflito. Uma vez abordadas no regulamento, a possibilidade de questionamentos sobre o regulamento diminui, reduzindo-se também os conflitos. Por isso, são impostos, por exemplo, a indicação dos riscos e condições com as quais o investidor pode se envolver. Tê-los definidos evita alegações de quebra de contrato.

A delimitação, pela norma, das atividades dos administradores e dos gestores, bem como a exigência de que competências complementares destes profissionais sejam esclarecidas em regulamento aumenta a previsibilidade e a possibilidade de responsabilização destes profissionais, incrementando também a qualidade de suas prestações de serviços. Isso representa um dos esforços da CVM em criar um ambiente regulatório de prevenção de conflitos, fomentando as boas práticas de transparência e de governança corporativa.

GRÁFICO
Evolução do volume de investimento em *Private Equity*



TABELAS

Tabela 1. Estrutura legal de investimentos utilizada no Brasil (ABDI)

Distribuição dos veículos de investimentos segundo a estrutura legal utilizada. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares, usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Central. Em relação a 2009 as respostas foram fornecidas por 239 veículos (94% do universo) que possuem US\$ 35,1 bilhões de capital comprometido (97% do universo).

Estrutura Legal	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)
	2004		2008		2009	
Limited Partnership	29	3,45	45	9,06	63	13,41
FMIEE (CVM 209)	21	0,17	26	10,39	34	0,58
FIP (CVM 391)	11	0,62	37		67	5,96
CVM 302 e 409	12	0,5	9		9	0,65
CVM 398	-	-	1		1	0,01
Empresa de participação (holding)	20	0,52	31	0,53	31	0,85
Investimento direto	-	-	13	4,53	16	5,06
Divisão de empresa não-financeira	2	0,31	4	0,27	3	0,35
Outros	2	0,01	15	1,87	15	2,06
Total	97	5,6	181	26,6	239	28,9

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Tabela 2. Uso de câmara de arbitragem para resolver conflitos entre a organização gestora Private Equity e Venture Capital e os investidores

Distribuição do número de veículos de investimento, dividido por estrutura legal, em razão do uso de Câmaras de Arbitragem para resolução de conflitos entre a organização gestora de PE/VC e investidores. Dados extraídos de uma amostra de 121 veículos de investimento.

Câmara de Arbitragem	2004		2009						
		(%)	CVM	Holding	Investimento Direto	Limited Partnership	Outra	Total geral	(%)
Não	77	81,1%	15	8	-	5	1	29	24,0%
Sim	18	18,9%	63	5	2	17	5	92	76,0%
Total	95	100,0%	78	13	2	22	6	121	100,0%

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

REFERÊNCIAS

ABDI. **2º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital**. 2011.

ABVCAP. **Consolidação de dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2016.

ANBIMA/ABVCAP. **Código de regulação e melhores práticas para o Mercado de FIP e FIEE**. 2012.

AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. **An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting**. 1992.

ANTE, S. **Creative Capital. Georges Doriot and the Birth of Venture Capital**. Harvard Business Press. Boston. 2008.

BIRDTHISTLE, William A.; HENDERSON, M. Todd. **One hat too many? Investment Desegregation in Private Equity**. 2009.

BYGRAVE, William D.; TIMMONS, Jeffrey A. **Venture Capital at the Crossroads**. 1992.

CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital, Primeiro Censo Brasileiro**. Ed. Saraiva. São Paulo. 2006.

COSTA, R. e LEES, F. **Brazilian Capital Market: Conversions, Privatization, and Venture Capital Investment**. The University of Miami Inter-American Law Review. 20(3). 1989.

DEL CARO, Luciana. **Quase lá em Coletânea de casos de Private Equity**. Capital Aberto, 2013.

_____. **Em transformação em Coletânea de casos de Private Equity**. Capital Aberto. 2013.

FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. **The Private Equity Market: An Overview**. 1997.

FOX. **The Venture Capital Mirage: Assessing USAID Experience with Equity Investment**. USAID Program and Operations Assessment Report 17. 1996. Disponível em: <http://www.usaid.gov/pubs/usaideval/pdf/do_cs/pnaby220.pdf>.

FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

HODGE, Tom C. **The alternative investment fund managers directive: the european union gives private equity fund managers the “social market economy” treatment**. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 4/11/2016.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Revolution**. In *Jornal of Economic Perspectives* – Volume 15. 2001.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **“Law and Finance”**, *Journal of Political Economy*. Vol. 106, NO.6. Dec1998, pp. 1113-1155.

LERNER, J; LEAMON, A. **A Note on Private Equity in Developing Countries**. 9-208-037. Rev: January 2, 2008.

LOBO, Carlos Alexandre. **O uso de instrumentos híbridos por companhias abertas**. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/o-uso-de-instrumentos-hibridos-por-companhias-abertas/#.WBJEZfkrLIU>>. Acesso em 28 de setembro de 2016.

LOUREIRO, Marcelo. **Energia de sobra** em Coletânea de casos de Private Equity. Capital Aberto. 2013. P.21.

LOUREIRO, Marcelo. **Solução sob medida** em Coletânea de casos de Private Equity. Capital Aberto. 2013. P.11.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital and the Finance of Innovation**. Ed. Wiley. Second Edition, 2011.

PAVANI, C. **O Capital de Risco no Brasil. Conceito, Evolução, Perspectiva**. E-papers, Rio de Janeiro. 2003.

PLUMMER, James L. **Report on venture capital financial analysis**. QED Research, Palo Alto, CA. 1987.

SAHLMAN, William A. **The structure and governance of venture-capital organizations**. Harvard Business School, Boston, USA. 1990.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de Private Equity & Venture Capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. EAESP-FGV. São Paulo: 2008.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. Dissertação de Mestrado. Universidade de Brasília, 2016.

SOUZA NETO, J.; STAL, E. **Financiamento de Risco para a Inovação Tecnológica na Empresa**. RAUSP, 26(4). 1991. pp. 34-74.

STEIN; TRIGUEIRO; FILHO. **Private Equity in Brazil – The Road Ahead**. Dissertação de MBA. Harvard Business School. 2001.

VENROCK. **The Venrock History**. Disponível em: <<http://www.venrock.com/index.cfm?fuseaction=content.ontentdetail&id=8747>>. Acesso em 15 de outubro de 2010.

XIMENES, Ângela; SANT'ANNA, Gabriela. **Cases de Private Equity e Venture Capital: construindo empresas para o futuro, 2013**. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/Download/CasosDeSucesso/2448.pdf>>. Acesso em 28/08/2016.

CVM. Instrução normativa nº 578 (2016). **Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.** Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html> >. Acesso em 10/11/2016.

CVM. Instrução normativa nº 579 (2016). **Dispõe sobre os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e divulgação de informações nas demonstrações contábeis dos Fundos de investimento em Participações.** Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html> >. Acesso em 10/11/2016.

CVM. Instrução Normativa 554. **Altera conceitos de investidor qualificado e cria conceito de investidor profissional.** 2014.

SDM-CVM. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 05/2015, Processo CVM RJ-2012-10107.** (para elaboração da IN CVM 578)

CVM. Instrução normativa 209/1994. **Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst209.html>>. Acesso em 15/11/2016.

BRASIL, Congresso Nacional do. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Altera a Lei Complementar nº123, de 14 de dezembro de 2006, para reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido por optantes pelo Simples Nacional.** Disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp155.htm >. Acesso em 18/11/2016.